全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个证券分析师的醒悟

张化桥◎著

股灾过后，让中国股民更成熟、更冷静的一本书

张化桥的股市真话

最敢讲真话的和有良知的分析师
中国最佳分析师

推荐

证券业内人士
银行、证券、金融行业从业者
上市公司管理者
普通投资者反复阅读和收藏

中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个证券分析师的醒悟

——张化桥的股市真话（最新修订版）

张化桥 著

中信出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

一个证券分析师的醒悟/张化桥著. —3版. —北京：中信出版社，2015.12

ISBN 978-7-5086-5496-6

Ⅰ. ①一… Ⅱ. ①张… Ⅲ. ①证券投资－通俗读物 Ⅳ. ①F830.91-49

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第213096号

一个证券分析师的醒悟——张化桥的股市真话（最新修订版）

著　　者：张化桥

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座　邮编　100029）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京鹏润伟业印刷有限公司

开　　本：880mm×1230mm　1/32　　印　　张：7　　字　　数：112千字

版　　次：2015年12月第3版　　印　　次：2015年12月第1次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书　　号：ISBN 978-7-5086-5496-6/F·3475

定　　价：35.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换

服务热线：010-84849555　服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业不要奉命生存

六年前，中信出版社出版了我的第一本书——《一个证券分析师的醒悟》。现在，这本书经过修改，再次出版，正当其时。

在 2015 年的股灾中，我们学到了什么?

首先，股市不能创造财富。它是个“零和游戏”。不，它是个“负和游戏”，因为交易有佣金，投机需要时间，亏钱带来痛苦。股市只是一个票据交换场所，仅此而已。而且，它也不能刺激经济增长。如果它刺激一部分人的财富增长，那么必然拖垮另外一部分人的财富增长。

其次，国家牛市是个幼稚可笑的概念。这不需要辩论。

再次，每次股灾都是用老百姓做牺牲品的。中外无异。奇怪的是，我发现老百姓还特别愿意帮助少数人致富。

最后一点，做生意而发财的人很多，但是，本人还没有见过炒股票而真正发财的人。不对。请允许我纠正一下：我见过很多用别人的钱炒股票而发财的人。但是，用自己的钱炒股票基本上不行。

作为中国资格最老（起码是岁数最大的）的证券分析师（之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一），我告诉你一个秘密：证券分析师（当然含本人在内）讲起故事来，头头是道，理论一个接着一个。但是，如果你希望通过听他们的意见炒股票赚大钱，千万小心。

最后一点，我觉得巴非特的一句老话在神州大地得到了印证：股票也是债券，不过它是永远不需要归还的债券。它的波动更剧烈，风险更大，因此，它所要求的回报率，即补偿率也更高，也就是说，它的市盈率必须更低。债券和债权也有市盈率（大家都知道是多少，就是利率的倒数）。

上周，我应邀给一家比较优秀的国有上市公司做演讲。提问环节，我跟董事长有这样几段问答：

董事长：化桥啊，你的资料显示，过去 12 年（非典以来），虽然中国经济腾飞，外国经济基本上不动，但是，上证指数的累计表现跟日经 225（Nikkei 225），道琼斯指数，英国金融时报 100 的指数表现接近。而且，此刻，你说中国的 A 股还贵得离谱，风险巨大。为什么?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张化桥：很多外国学者做过实证研究。首先，GDP（国内生产总值）跟股市表现无关。咱们必须理解和接受这个结论。其次，咱们的统计也有些问题。再次，中国企业负债太高，伤害了股东的回报。最后，咱们的企业在财务管理方面效率低下。管理层在资本配置上，根本不懂，也不愿花时间，他们宁肯跟书记和市长纠缠。

董事长：你鼓励企业分红和回购。分红以后除权，股价不是更低吗？回购，我们企业发展不是更需要资金吗？

张化桥：大额分红和大额回购，这是中国人最不愿意做的事情（就像挖祖坟一样）。而这正是回馈股东的根本。大额分红（比如，把利润分光，或者把前些年的累计未分配的利润都分掉）的好处是给管理层压力，必须精打细算，必须避免鸡肋投资，必须避免无谓的投资，必须砍成本，这样的企业向上、有朝气、有正能量，反而可以用少钱办大事。

很多人没有意识到，每个月偿还按揭贷款，就是自己给自己增加的压力。十年下来，你付清了按揭，发财了。而那些没有按揭压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的人，不知道钱去了哪里。这种例子比比皆是。

企业分红，减少“股东权益”累计增加，有利于提高 ROE（净资产回报率），有利于股价。从股东的角度来看，综合回报率 = 累计的分红 + 股价上升。

回购股票比分红更加重要，因为这帮助股民避免了一道税。在欧美，公司大额回购股票是家常便饭。在中国，企业不愿意，也不敢真正大额回购，最多只敢装模作样。为什么？咱们的企业负债太高，而且，股价太高，回购不起。企业手上的钱无法真正回购股票。我说，他们如果真正回购股票，会因为“流血不止而死亡”。这反过来也证明，中国股票太贵。

董事长：如果一直回购，那咱们怎样发展？

张化桥：上市公司不应该发展。你的唯一任务是给股东赚钱。仅此而已！你的所有项目投资都必须跟投资于自己相比较（也就是说，跟回购自己的股票相比较）。如果你真的认为你的股票便宜，所有项目投资都应该停下来，回购股票，直到你的钱用光为止。上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司就是股东的一个工具，一个玩物，一个资产。你没有长远发展的任务。那是政府的事情。如果你找不到有利可图的项目，那就把公司清盘，把全部的钱分给股东们。股东们可以用钱做别的事情。你没有创造就业的任务。整个社会将因为你少占资源，而繁荣，而创造就业。你的使命完成以后，你腾出资源，社会就会自动创造就业。国有企业不应该继续奉命存在，奉命生存，这反而浪费资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修订版序
不断醒悟，暂离股市

2011 年 6 月，我从瑞士银行退休，到广州花都万穗小额贷款公司当董事长。原因很多：我爱小额贷款行业，我仰慕万穗公司的人们，我想做点 PE（私募股权基金）股权投资。当然，也有另外一个小原因：我想暂时离开股市，站得稍微远一点……

我最近老是在想一个问题：作为股民，我究竟想赚谁的钱？如果我想赚上市公司的钱，那么我就必须选择那些从长远来看有成长潜力的好公司，耐心等待它们成长（毕竟，草长出来也是要花时间的）。如果我想赚其他股民的钱，那么，我就必须学点心理学，或者学会打听消息，试图先人一步，着重分析短期的经济数据和公司的财务数据，以及猜测其他人对这些短期数据的反应（求二阶导数）。

从短期来看，股市基本上是一个零和游戏。如果你做短期，那就只能依靠比别人聪明或者幸运，赚其他股民的钱，因为公司的业务不能在短期有明显变化。但是，股市在中长期并非零和游戏。

有几个道理，我们也许可以串起来（它们实际上是同一个道理的几种说法）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 短期投资就是想赚其他股民的钱；长期投资就是想分享上市公司在生意中赚的钱。

2. 短期投资只需要研究股民，研究股票；而长期投资者才需要研究上市公司。

3. 我们每个人都以为自己比大多数人聪明，而实际上，我们就是大多数人。

4. 短期投资者需要关注价值洼地，而长期投资者关注几年甚至几十年以后的结果，不需要太看中间的过程。

5. 上市公司的董事们经常被迫赚钱，因为他们的买卖受到限制。

6. IPO（首次公开募股）是一场热闹，亏钱容易赚钱难。

7. 总的来说，做 PE 股权投资的人们比做二级市场的人们好像聪明一些。对不起，我说这句话，会得罪太多人，请允许我收回这句话。做 PE 股权投资的人们跟做二级市场的人们相比，赢在了起跑线上。他们投资的企业也许能够上市，也许终究不能，所以他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般被迫留足了空间，而二级市场的人们总是指望“见势不妙，撒腿便跑”，可是我们总是在还没有来得及跑掉之前，资金就不见了一大半。这时候，于心不甘，继续持有，于是我们就亏了更多。

8. 最好不要做预测；如果你一定要做预测，那就只做长期的、模糊的和方向性的预测。预测几个月以后的物价、金价、铜价、汇价或者股价，实在是不明智的。

2010 年，我出版了《一个证券分析师的醒悟》（初版）一书。但是醒悟需要一个过程，特别是对于我这种在股市泡了 17 年，中毒很深的人。最近，我把今年继续思考的结果放到了书中，把过时的内容剔除了。这个更新本将于 12 月摆在你面前，我自己很满意。谢谢编辑沈家乐和李玫，也谢谢读者给初版所提的很多意见。

是为修订本之序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

投资靠知识，更靠心态和领悟

这本小书实际上是我的读书笔记和一些思考。前面一半是最近写的，后面一半是2004年以来在《财经》杂志和网站上发表的文章中我自己比较得意的那些。质量如何，请读者裁判，但我是非常认真写的，没有一篇是应景之作，或者是为了写而写。有几篇文章看起来互相矛盾，但我并没有试图把它们加以调和，我想还是坦白和真实为妙。股市中人每天犯错误，应该每天检讨，不是吗？

投资（不管是证券投资，还是直接投资）不是一门科学，而是一门艺术。除了一些基本知识之外，靠的是经验和心态（英文是temperament）。只有多思考，才能慢慢领悟。在这一点上，它与钓鱼、打高尔夫球、下棋有很多类似之处。

我坦白，我的悟性很差。我虽是科班出身，在国内两所大学和澳大利亚国立大学一共读了9年的经济学学位课程，还在澳大利亚的堪培拉大学讲授了3年的金融学课程（1991～1994年），但我始终不得真谛。从1994年以来，我在香港的几家外国投资银行做了十几年的宏观和个股分析员，并且连续5年（2001～2005年）被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《机构投资者》杂志评为“最佳中国分析员”（每每提到这件事，我就汗颜）。但我对股票投资的领悟一直很不得要领，自己的投资表现也很一般（对于债券投资，我是完全不懂）。直到2006年从证券分析师岗位退役以后，我对股市才好像有了一点感觉，这才给了我勇气出一本小书讲述自己的理解。我在2006年写过一本20万字的书讲述我在投资银行那十几年的历程，但后来没敢出版。我的理解还太差。

这两三年，我好像有了顿悟的感觉。比如，虽然我手持很多股票（所谓的满仓），但因为我逼迫自己做一个真正的长期投资者，所以我真的希望股市越跌越好。那些天天盼着股票大涨的人们，请原谅我的“坏心肠”。如果股票大跌，我就可以在每个月拿到工资时，用低价买到更多的便宜股票。股市大涨反而让我很不开心。这不就是巴菲特的教诲吗？他的教诲我在十几年前就阅读过，但并没有真正明白。现在，每天大清早，我不再像以前那样关心美国股票市场昨天的表现，也不再关心内地和香港昨晚发生了什么大事（比如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北京又出了什么新政策）。这样我多出来很多时间读闲书、陪小孩、做体育活动。我觉得这种平静的心态对我的身体有好处。

又比如，我很早以前就知道约翰·邓普顿（John Templeton，邓普顿基金的创始人）的一句名言："长期坚持不懈地投资，一定能赚钱。但是，如果你想逮住入市的最佳时机，没门儿！"（It is time in the market，not timing the market，that counts.）这话说起来很简单，但做起来不容易。从中长期来看，股市一定会涨的，因为实体经济会增长，公司的利润也会增长。就这么简单。但是这并不等于股市明年，或者后年，或者大后年会增长。投资银行的证券分析师们按规矩对每只股票要有 12 个月的目标价格（target price），对大盘（指数）今年和明年要到多少点位也有预测。本人做这件事长达 10 年以上，以前很少想到过这件事的滑稽之处，但近些年我开始怀疑这件事的合理性。如果你想预测下个月、下个季度，甚至明年或后年的股价、金价、铜价或汇率，在我看来都是很不明智的事情。这句话出自我的口很不容易，因为它是我对过去的自我的怀疑和否定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国内地股市一直有个谜：从 2000 年到 2005 年，宏观经济很不错，货币供应量也年复一年地以 20% 左右的速度增长，政府又不断支持资本市场的发展（通过发表很多《人民日报》社论，以及减少印花税，减缓新公司上市和老公司的股票增发，等等），可是股市就是不听话，一直跌了 5 年。我听过很多种关于这个谜的分析和解释，但我觉得都很牵强。我认为，这可能是国内迄今为止最完美和最具有说服力的一个关于宏观经济与股票市场在长期内方向一致，但在短期内，甚至中期内可能会严重偏离的例子。

在美国，从 20 世纪 60 年代后期到 80 年代初期的 15 年间，道琼斯指数在用通货膨胀率调整之后，下跌了 80% 左右。即使在进行通货膨胀率调整之前，道琼斯指数在那 15 年内也跌了一半左右。也就是说，它比 20 世纪 30 年代的经济大衰退更为残酷。可是美国的宏观经济在那些年内并不差，而且实际上很不错（尽管饱受石油涨价的困扰）。这也就使得短期甚至中期内对股市的预测好像开玩笑一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股票分析”这个词实际上是有问题的。我们所需要的不是股票分析，而是企业分析。股票并没有太多好分析的，而从中长期来看，企业的基本面决定股票走势。股票只不过是一家企业的影子。有时候这个影子长，有时候这个影子短，但是，试图在影子上做太多文章是徒劳的。这本小书讲的全部都是关于企业和宏观的分析。我认为技术分析跟算命和看相没有太大的区别；另一方面，对于数学家们所做的各种复杂的演算和技巧（套汇、套利、对冲，等等），我的兴趣大一些。但是，我不是那块料。

我在瑞士银行工作，在拜访客户时，客户们经常跟我聊起股票投资和宏观经济的问题，这本书主要是本着真诚交流的原则写给他们看的，也是对自己的提醒。

书中的错误全部属于我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

XIII

修订版序　不断醒悟，暂离股市

XVI

自序　投资靠知识，更靠心态和领悟

1

第一篇　股民和基民的悲哀

股民和基民的悲哀 / 3
股民们经常犯的六大错误 / 8
投资的最高境界是无为 / 12
股民注意：惹不起，躲得起 / 17
克服焦虑，做一个幸福的股民 / 20
只买能赚 10 倍的股票 / 23
如何挑选 50～70 只股票 / 25
越简单粗犷越好 / 28
首先是不亏钱 / 32
叛逆者的宣言 / 35
地产行业好，为什么股票不好？/ 41

45

第二篇　假如我是傻瓜，我如何战胜市场？

买股票太麻烦吗？/ 47
买股票就相当于建合资企业 / 50
股民不要凑热闹 / 52
用创业投资的眼光选股票 / 56
“带工厂的股票”为什么不行？/ 60
你的护城河有多宽？/ 63
我对几个行业的看法 / 73
如果你的股票突然跌了一半…… / 79
假如我是傻瓜，我如何战胜市场？/ 83
你可以跑赢对冲基金 / 89
回购，瘦身，投资于自己 / 94
踩着舞步去上班 / 97

101

第三篇　高收入的穷光蛋

企业的商业模式和执行力很重要 / 103
主营业务不是“宗教枷锁” / 107
三种企业三种命运 / 111

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高收入的穷光蛋 / 114
光有利润高增长还不够 / 118
资本运作的局限性 / 121

125
第四篇 “价值洼地”是个危险的词
股票的估值并不重要 / 127
“价值洼地”是个危险的陷阱 / 131
高成长率与估值陷阱 / 135
巴菲特的遗憾 / 138
买便宜货可能导致破产 / 141
“股票真便宜”是什么意思? / 151

155
第五篇 证券分析师的局限
证券分析师的局限 / 157
证券分析师的四部曲：抵赖、修正、狡辩、再修正 / 162
如果我再当证券分析师 / 165
历史书有时害人不浅 / 169
丢掉你的预测吧 / 172
学经济学浪费时间? / 176

179
第六篇 通胀是国难
通胀是国难 / 181
巴菲特说：通胀伤害股市 / 186
我的退休金全靠股市 / 191

197
参考书目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

股民和基民的悲哀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民和基民的悲哀

我最近读了美国先锋500指数基金（Vanguard 500 Index Fund）的创始人约翰·伯格（John Bogle）的两本书，一本是他2007年写的《长赢投资：打败股票市场指数的简单方法》（*The Little Book of Common Sense Investing*），另一本是他2008年写的《够了》（*Enough*）。这两本书的共同主题十分鲜明，我把它记录在此，以警告我自己，也与读者分享。

先说股民的悲哀。伯格说，你们瞎折腾个什么呢？每天忙忙碌碌，买卖频繁，只是帮了券商的忙，肥了税务局。可是作为一个群体，股民的回报只是等于大市的回报而已。这还没有扣除股民在瞎折腾过程中的费用。这些费用包括调研成本、交易佣金和税收。从中长期来看，大市的回报在扣除货币贬值因素之后，无非也就是4%～6%，因此，大家千万不要小看费用的比重。**扣除费用，股民作为一个群体，必然跑输大市。这是一个数学上无法挑战的定理或者不等式。**

在欧美100多年的股市历史上，不少智者也总结出过这个定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，可是股民们还是乐此不疲。为什么呢？为什么100次股灾也不足以教会股民呢？原因很简单，大多数股民根本没有理解这个浅显的道理。也有不少人明白这个道理，但过于自信和贪心。他们认为，虽然股民作为一个群体只能跑输大市，但自己有优越的智商、选股能力和心理素质，因此，必然能跑赢大市。我记得几年前某机构在美国做过一个样本很大的问卷调查，结果很有趣：19%的人确信自己属于美国收入最高的1%的群体。

我们经常听到张三、李四炒股赚钱的例子，可是当他们亏钱的时候，他们一般是轻描淡写或者讳莫如深的。从中长期来看，持续炒股而成功的人是极少见的，其概率就像中六合彩一样低。

有人可能辩解说："我过去三五年的投资回报真的很高。"可是伯格提醒我们，你真的跑赢大市了吗？特别是，把瞎折腾的费用扣除之后，你还能跑赢大市吗？最后一点，过去的三五年不能代表未来的三五年，统计学上的"均值回归"（Reversion to the Mean）让你不敢得意。

近几十年来，越来越多的欧美股民明白了自己的瞎折腾从中长期来看有多么愚蠢，于是共同基金行业越来越兴旺，共同基金占股市的交易和持股份额也越来越大。但是伯格认为，基民与散户相比，几乎同样愚蠢。基金行业作为一个整体，当然也只能跑输大市。作为一个整体，它们本身就是大市，怎能跑赢自己呢？除去买卖基金的费用，以及基金本身的各种费用，这个行业当然也只能跑输大市。在全球经济增长放缓、企业回报率下降的当今世界，每年1%或者2%的费用率简直是一个吃人的数字。伯格说，不管基民们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是赚还是赔，费用可是刚性的，这不是很可笑吗?

伯格说，基金行业的从业人员绝大多数很敬业，智商高，也很诚实，但作为一个整体，他们不创造社会价值，也不为基民们创造价值。伯格自己做了大量调研，也引用了大量权威机构和人士的研究。比如，他引用了耶鲁大学基金会首席投资官戴维·斯文森（David Swensen）的研究：在多如蚂蚁的基金中，只有约4%的基金在过去20年中扣除税收和费用之后能够跑赢大市，而且平均起来也只是比大市的回报率多了0.6%而已；而96%的基金跑输大市，而且输得很厉害：平均每年跑输4.8%。大家都知道基金经理和券商有发财的，可是发财的基民却很少听说过，伯格如是说。我突然想起一个例子，**挖黄金的人不见得赚钱，但生产和销售铲子及铁锹的人可以大赚其钱**。

最近20年在美国还有一个很兴旺的行业就是投资顾问行业，投资顾问们帮基民们选择投资哪种基金，何时投入，何时退出，煞有介事。当然，这些人不是做义务劳动的，基金的买入和卖出也不是没有费用的。具有讽刺意味的是，在过去20年内，投资顾问们推荐的基金的回报率严重跑输基民们随心所欲所选的基金的回报率。

过去20年里，千千万万的基金中，只有美盛集团（Legg Mason）的米勒先生（Bill Miller）的基金连续15年跑赢标准普尔500指数，但跑赢的幅度也不大，后来他的名气大了，基金的新钱也多了，他却越来越难跑赢了。最近两年，他严重跑输大市。米勒先生能因为跑赢大市而成为杰出英雄，这一现象本身就说明跑赢大市就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好比中六合彩一样困难。

巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）是现代证券分析行业的开山鼻祖。他到晚年（1976年）才开始对证券分析的作用产生极大的怀疑。他对记者们说："我不再鼓励大家研究股票。40年前（即20世纪30年代），到处是便宜股票，因此，证券分析让人们大获其利。可今天，每只股票都被大量懂行的人反复研究过，不再值得费人力物力去研究。"啊哈！如果他今天还健在，不知他会对当今的证券分析行业（以及投资行业）做何评价。伯格引用这个故事不是说投资股市不能赚钱，而是说股民必然跑输大市。

伯格说，基民们不要试图挑选好的基金，它们都是一回事。过去3年表现好，不代表未来3年表现也同样好。表现好坏只能事后才知道。与其说基金经理水平高，不如说他运气好，但是没有人能够总是碰上好运气。

哈佛大学基金管理公司的前总裁杰克·米亚（Jack Meyer）在业内成绩骄人。他在2004年对美国《商业周刊》记者说："整个投资行业就是一个大骗局。大多数人以为他们能找到高水平的基金经理来为他们理财，而我认为85%～90%的基金经理是跑输大市的。扣除费用之后，他们是摧毁基民财富的。"

伯格给普罗大众的建议是买指数基金，永不出售，让企业的中长期增长带给你资本增值和分红。**试图选择一个最佳切入点是蠢人玩的游戏**。伯格列举了大量的数据说明，从中长期来看，指数基金费用极低，让基民睡得踏实，而且回报不菲，超过绝大多数管理积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极的共同基金或对冲基金。伯格在两本书里反复强调复合增长的巨大威力。1 000 元投资如果每年回报 6%，10 年之后便是 1 791 元，20 年之后便是 3 207 元。他还特别强调简单的东西往往比复杂的东西好得多。

在欧美，这 10 年来指数基金开始受到欢迎。不仅是散户，而且很多养老金公司、工商企业以及大学的基金也开始把一部分投资放到指数基金。伯格建议大家投资于涵盖范围最广的指数基金，而且不要追逐带任何概念的指数基金，因为当一个概念开始走红的时候，往往也是价格偏高的时候，基民的进入正好中了埋伏。总之，股民和基民们永远不要觉得自己比别人更聪明。

伯格在 1975 年创办了世界上第一个指数基金——先锋基金，现在其个人财富在美国财富榜位列 100 位之内。他的书不是为了稿费而写，所以特别值得一读。我很欣赏他书中的智慧。他的两本书文笔流畅优美，没有几个我不认识的字，于是我决定把它们当成我的英文课本典范。他个人有网站，只要你在搜索引擎上输入他的名字，网络就会把你带到他的网站，那里有朴素的智慧。伯格书中讲的全部是美国的情况，如果在中国也有类似的情况，那纯属巧合，请读者不要大开国骂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民们经常犯的六大错误

股民们（甚至包括一些基金经理们）容易犯这样六个错误：

第一，过分看重一次性的利好或者利空。比如，某股票大涨30%，原因是该公司突然发现它手持的另外一家公司的股票突然大大升值。仅这一项资产的价值就已经高于该公司的总市值。也就是说，其他业务都是免费送给投资者的。“这股票真正便宜”，于是，大家蜂拥而入。可是，大家没想到，这家公司的主营业务还是马马虎虎，没有多大前途。况且，大家忘记了问如下三个问题：该公司会不会（和能不能）把手持的股票全部马上卖掉？即使卖掉了，会不会全部分红？如果不分红，那些钱会不会被其他平淡的业务浪费掉？类似的例子还很多。比如，某公司赢得了一项大合同，股价便大涨，而大家忘记了问这个合同的真正好处以及长期可持续性。一次性的税务优惠，成本下降（比如裁员），或者产品价格大涨，也经常被股民当成永续性的好处。一次成功的并购（可能纯粹是靠运气）也会被投资者夸大。看市盈率时，投资者也过多地关注眼前的比率，而忘记了过去的比率和未来可能的比率。“市政府高度重视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某公司”经常被股民当成是利好消息。可是，大家容易忘记一句大实话，**真正有生命力的企业或者行业并不怕打压，只有坏公司和坏行业才需要扶持**。而且，扶持是不具有持续性和放大功能的，比如，今年政府补贴1亿元，明年补2亿元，后年一定会补3亿元吗?

第二，过于看重名人效应。因为某某名人买了某只股票，我们就跟着他买。但是，这位名人也许并没有做过研究，也许这项投资是个错误（连巴菲特也时有错误）。有些时候，这项投资也许是明智的，但是由于各种原因，3个月后这只股票跌了30%，我们就把它卖了。而那位名人坚持持有了2年，赚了1倍。在有些IPO的认购中，有些名人会碍于面子（或者一时头脑发热）认购新股，个体投资者便争先恐后随之。

第三，容易忘记企业的业务控制能力。在香港上市的不少公司的董事长或者总裁经常在香港居住或者与投资者见面。这本身不是问题。问题在于，他们跟国内的业务会不会脱节? 跟拉丁美洲、俄罗斯或者蒙古的业务会不会脱节? 如果一家企业的业务遍布全国几个城市甚至几十个城市，那么公司高层住在香港、北京或者西安都是一样的。问题出在有的公司的高管太关注股价，而慢慢忘记了业务，导致业务开始下滑。长期授权（假手于人）的结果就是下属自建独立王国。2009年，某公司的香港总部决定和另外一家公司合并。协议刚公告出来，下面几家附属公司的高层就开始“造反”，连公章也不肯交出来，不配合对方公司的尽职调查，甚至连财务报告也拒绝做。还有，有些公司本来就是后门上市，公司就有了两张皮，虽然他们内部有沟通，但毕竟时间长了，两边各说各话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四，喜欢忙碌的公司。有一种公司很忙碌：不断发行新股票、债券或者可转换债券，而同时又分派不错的现金红利。这实际上是耍弄投资者的一种雕虫小技，但很多人都被迷惑了。还有一种公司不断兼并收购，过个一两年，又陆陆续续把它们卖掉。买的时候有故事，卖掉的时候也有理由。这样的公司的股价会高于安安静静的公司的股价。投资者还有一个偏好：喜欢爱动的公司，而忽略安静的公司；喜欢新上市公司，而忽略老公司。这很像香港居民喜欢买新楼，不爱旧楼一样。

第五，期望过高，反而导致回报率过低。理论上，股票市场的中长期回报率与宏观经济的增长率应该差不多。在当今这个年代和这个世界，那就是4% ~8%。其实，美国股市、日本股市和不少其他国家和地区的股市在过去10年的回报率都是负数。大多数基金在过去10年和15年的回报也是非常低的。当然，每个人都认为自己很聪明，能够比大多数人做得高明，但结果不见得总是如意。如果你告诉一个个体投资者他的中长期投资回报率只能是4% ~8%，他会很不愉快，或者嘲笑你：不可能那么低!

我们的期望太高，反而导致结果很差。我们买了股票以后，往往还没来得及等到公司的基本面有所改善，或者等资本市场认识到公司的优点，就急不可耐地卖掉了。比如，股票半年后还没涨，甚至跌了，我们便开始怀疑自己的眼光。另外，我们太容易爱上另外的股票，于是不断地“搬迁”。有研究发现，多数股票和整个市场在中长期内的大涨或者大跌都集中在某个很短的时间内（也许几天之内）。也就是说，你如果没有耐性，买来卖去，就很可能正好错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过大涨的那几天。反过来，你会说，你也可能正好躲过了股票大跌的那几天。但是，你怎么知道你的运气一定就那么好呢？我想起一个有趣的例子：在新加坡等出租车不容易，我在某个位置等了10分钟，开始不耐烦，于是走到另一个路口去碰运气。可是，我刚刚走开，在我后面排队的人就等到了车。我在新的位置又等了10分钟，还是嫌出租车来得太慢：也许这个位置还是不好。如此反复，半小时以后，我还是没有等到车，而那些本来在我后面排队的人们都已经回家了。**投资就像等出租汽车，也像守株待兔**。

第六，过分轻信公司和专家。多数投资者都犯过（也许经常犯）这个错误。我们轻信公司的概念、故事以及媒体的报道，所以投资流于轻率。因为公司高管可能撒谎，或者，他们虽然没有撒谎但却高估了自己的能力，也可能低估了面对的困难。很多投资者亏钱是因为他们轻信股评家、分析员和媒体，而这些人发表意见之前未必做过认真的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的最高境界是无为

小时候，我常听老师讲，“读书先要越读越厚，然后要越读越薄”。我当时不甚理解，但印象深刻。后来我读了一本袖珍版的投资经典书，爱不释手，似有所悟，这本书叫《投资的要素》（*The Elements of Investing*）。作者是两位身价不菲的70多岁的老人，波顿·麦基尔（Burton Malkiel）和查尔斯·埃利斯（Charles Ellis），他们分别是普林斯顿大学和耶鲁大学的教授，在学界和商界均有建树。他们联手把多年积累的投资智慧加以升华，用最简练的语言献给了大众。

两位老人的投资理念实在是简单得无法再简单了。比如，书中引用了巴菲特经常举的一个例子：如果你一辈子要经常吃汉堡包而又不养牛，你是希望牛肉的价格不断上升呢，还是希望它不断下降？如果你每过几年就要买一辆汽车，你是希望汽车的价格不断上升呢，还是希望它不断下降？对这两个问题，每个人好像都能回答正确。但是第三个问题就比较微妙了：未来5年如果你不断有储蓄需要投资，你是希望股票的价格不断上升呢，还是希望它不断下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降？大多数人会把这个问题答错。他们一买股票就希望股票开始涨，而忘记了自己还要不断地储蓄，不断地买股票，而股票价格上升会抬高自己以后的购买成本。所以，股价上升对于长期投资者来说是坏消息，就像牛肉和汽车价格的上升一样，当然对那些准备卖股票并且洗手不干的人则有好处。反之，股价下跌对于长期投资者来说是好消息，他们应该越买越欢才对。毕竟，买股票的最终意义在于分享公司长期发展的好处（包括股票价格上涨和每年的分红），因此，买入成本当然越低越好。

如果你是一个真正的长期投资者，你就应该理解“投资额均衡控制的原则”（dollar cost averaging）。比如你每个月投资 2 000 元在股票上，在股价高的时候，2 000 元只能买较少的股票；而在股价低的时候，2 000 元可以买很多的股票。从数学上可以证明，这样做的结果是，你的平均购股成本低于你购股价格的均值。这不是玩绕口令，大家可以用实在的例子算一算。从长期来看，这种方法本身就是一种风险控制。“买股不买市”说的也许就是这个道理。不过，《投资的要素》这本书教导我们既不要买股，也不要买市。那怎么办?

关于投资，此书的建议与先锋基金公司的创始人约翰·伯格有相类之处。他说，首先投资要有长远打算，他 70 多岁也还在做长期投资。其次，一定不要以为自己有持续选择入市时机，或持续选择好股票的能力，不要以为自己可以持续地跑赢大市。在买卖股票的过程中必然有费用，而费用会吃掉毛收益的很大一个比重。此外，频繁交易有时正好错过市场（或个股）在几年甚至几十年才遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一次的大幅上升的机会。大家记不记得刚刚卖掉某只股票或离开股市之后，该股票或股票市场便大涨的经历？即使不频繁交易，长期持有若干爱股也有很大的风险。它们会不会跑输大市？它们会不会成为下一个雷曼兄弟、贝尔斯登、通用汽车或安然（Enron）、北电？

该书对基金投资者也有劝慰：别徒劳了！找一个能长期持续跑赢大市的基金或基金经理比在稻草堆里找一根针还困难，为什么不把那个稻草堆买下来呢？在各个基金中换来换去不仅有交易成本，而且事前预测某一只基金在明年或后年的表现比预测股价还难。该书引用了大量历史数据，证明绝大多数基金是长期跑输大市的，常胜将军十分罕见，过去的表现不代表未来的表现。

既然投资者费尽周折还不能跑赢大市，何不直接购买指数基金呢？长期持有指数基金，风险小，也可以避免绝大部分交易成本，而且投资者可以心情平和，尽享经济成长所带来的投资收益。长期持有指数基金是最彻底的风险分散方式。另外，在入市时机上，两位作者建议大家最好把自己当傻瓜，假定自己完全不懂经济学或市场，分时段均衡入市，以减少风险。两位作者也劝大家永远不要预测大盘走势，并且以J·P·摩根为榜样，当别人问他如何看未来股市的走向时，他总是回答：“市场会波动。”两个作者对技术分析（画图）不屑一顾，认为那只是占星学的小把戏而已。

现在的股民实在是太忙碌了：信息多、会议多、研究报告多、证券种类多，应接不暇。有的人抱怨，一天12个小时坐在电脑前，甚至连处理电子邮件和阅读上市公司公告的时间都不够。我们的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位作者引用《华尔街日报》的资深记者杰森·茨威格的话来说，**"你只有先向市场投降，然后才能彻底解放自己，并且最终征服市场"**。那时，你便可以潇洒地说，对于大市或者个股的走势，我既不知道，也不关心。而向市场投降就需要买入市场，也就是买入内涵最广的指数基金（包括国内股票和海外股票），并且长期持有。

这本书的另一个内容是强调坚持长期储蓄的重要性。这两位身价数亿的老人强调，储蓄是投资的源泉和起点。他们用自己的经验提供了很多分毫必省的技巧，从信用卡的使用到喝咖啡、买保险和上餐馆。但他们说，最重要的省钱技巧是避开要面子和消费攀比的困扰。凑巧，我前几天接到我在湖北某县城工作的侄子的电话，他收入不高，但很想买一辆广州本田的汽车，我便跟他好好讲了讲储蓄的多种意义。

两位作者认为，大家对股市的回报期望太高，也太心急，而中长期股市如果能够平均每年有4%～5%的真实回报（扣除通货膨胀），已经相当不错。其中的一个作者查尔斯·埃利斯在另外一本书《投资艺术》（*Winning the Loser's Game*）中谈到了几个发人深省的数字。比如，道琼斯指数在1968年和1982年均为1 000点，在1964年底和1981年底均为875点。也就是说，在那漫长的17年里，虽然企业利润大增，但股票的大市毫无进展。原因是通货膨胀使利率从4%涨到了15%，这使得市盈率大幅降低。当然，投资者对经济前景的过度悲观也导致了股市低迷。由此可见，预测短期甚至中长期股市的变化完全是徒劳。投资的最高境界是无为。

本人在投资银行做了十多年的证券分析师，要完全接受这两位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者的理论是不容易的，但他们的观点也许是明智的，因为那意味着一种解放和超脱。

两位作者建议大家买全世界内涵最广的指数基金（包括国内股票和海外股票），但我觉得既然从长远来看，股票市场的表现取决于企业的赢利增长，而企业的赢利增长又与国内生产总值的增长基本同步，因此，内地与香港的投资者可以特别偏重当地的指数。还有一个更为激进的做法，就是特别偏重成长性强的中小企业，自己组建一个50~70只不同行业股票的十分稳定的资产组合。虽然这里面可能会有几个烂苹果，但它们平均的高增长率也许完全可以超过以大盘股为主的恒生指数或者其他指数，而且依然要强调长期持有，避免频繁地交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民注意：惹不起，躲得起

一个周末，同行业的几个朋友去张家口滑雪。我们听高瓴投资公司的张磊讲了几个有意思的观点。让大家最赞同的是，他说**投资者要切记，惹不起，躲得起**。在餐桌上，他反复用英文唠叨：You do not have to do anything！（不是每件事你都必须做！）

张磊用很多实例来解释，对于绝大多数股票，即使他花了大量的时间进行研究，但既没有强烈的欲望做多，也没有强烈的欲望做空。他就天天研究问题，思考问题，既不买，也不做空，一直等着把钱用在刀刃上的机会。美国投资界把这种情况叫作 High-conviction Ideas。说这句话的人不少，但是由于各种现实的原因，长期坚持做到的人并不多见。张磊有资格反复唠叨这句话，因为这些年他做到了，而且业绩骄人。

正巧，这几天我在读美国一个对冲基金经理大卫·艾因霍恩（David Einhorn）的书——《永远蒙骗部分人》（*Fooling Some of The People All of The Time*）。他反复讲，他开始创办对冲基金时，资金非常少，只能集中火力，而集中火力就意味着承担高风险。怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办？他降低风险的办法是，三思而后行。不对，是**百思而后行，只做十拿九稳的项目**。

当然，大多数投资者（包括敝人）均为性情中人。我们经常看到这只股票也好，那只也可爱；看到每份研究报告（不管是看多还是看空），都觉得颇有道理；听每个讲座（不管是哪路神圣），都觉得热血沸腾；见每个上市公司的高管，都觉得想写支票（买股票）。

作为投资者，我们每天都要做很多决定：这只新股要不要申购？那只股票要不要换马？是否错过了什么大趋势？张磊的说法是，只做那些把握非常大的决定；惹不起，躲得起；不做决定好过勉强作个决定。同行的陈一舟举了一个恰当的例子，某股票5元以下必买，60元以上必卖（甚至做空），但是在5～60元之间，看不明白，所以惹不起，躲得起。

性格缺陷比较明显的股民（特别是性情中人）可能无法按照张磊和陈一舟的理念行事，因为那需要很强的自我控制能力和忍耐力。怎么办？我觉得大家可以考虑敝人建议的方法，即排除法和分散法。我们要么投资覆盖面很广的基金或者指数基金，要么自建一个范围很广的资产组合，程序如下：去掉最大的20%的公司（难增长），去掉最小的20%的公司（风险高），再去掉行业不熟悉的公司、概念多过内容的公司和明显走下坡路的公司、内部管理有问题的公司（出过丑闻）、在媒体频繁曝光的公司、需要政府扶持的公司，最后再去掉热门的公司、一眼看去就很贵的公司……然后撒胡椒粉，多投资一些公司。当然，这种方法是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次优。

张磊的方法也许是最优。两天来，在餐桌上，同行的朋友们都拿他开玩笑，You do not have to do anything！我觉得，这实在是一句非常强劲有力的口号。不信？你多说几遍，体验体验那份畅快！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克服焦虑，做一个幸福的股民

古今中外，股民们从来都不开心。为什么？赚了钱的认为赚得不够多或不如别人多，亏了钱的则懊悔不已。而且亏钱又是如此容易。焦虑，是他们共同的敌人。焦虑又把股民们分成两种：一种人拼命工作（读书，上研修班，参加所有的研讨会，眼睛盯着电脑或者手机屏幕），另外一种人不断打听小道消息，不断询问和征求其他股民对股市和个股的意见，而且不断买进卖出，心里很不踏实，持股的时间越来越短。

作为中国资格最老的分析员之一，我郑重建议我们的政府、统计部门、行业协会和股民们把证券分析师改称为“企业分析师”。股票或者证券本身没有什么好分析的。你问我，为什么不叫“公司分析师”？因为很多企业不见得是公司结构。王大叔的汽车修理部可能就是个体制的、合伙人的或者其他结构的，如何给它估值？如何判断它的投资价值？

说完这些话，我们普通股民又该如何自保和繁荣呢？

1. 先问一个问题：你究竟想干什么？这话简直有点可笑！但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多股民没有问过自己这个哲学问题。有的股民说“想赚钱”，有的股民说“想好玩，寻求刺激”。想找乐子的人们，不是我们的服务对象，我们暂且不谈论。如果你是想赚钱，那么途径也有两条：一是通过你所投资的公司的增值来赚钱，二是通过占其他股民的便宜。第一条路叫投资（或者搭车），第二条路叫投机。这两条路有时候会相交，但多数时候是不一样的。它们需要的思维逻辑不同。前者是老实的心态，后者是“坏人”，“良心大大地坏了”。身在股市，免不了要有点坏，但必须有立身之本。

2. 要认识到年回报率在 10% 上下已经很不错了。股市只是投资的一个场所，但绝不是唯一的。很多没有上市的企业更能帮你的资产增值。

3. 很多人说，股票市场进出容易、方便，这是它的优点。我并不这样认为。这种方便特别容易鼓励我们短炒，鼓励我们对自己辛勤赚来的财富不负责任。你自以为聪明，可以在公司出事之前拔腿就跑，结果，还没来得及跑，你的股票就跌了一半。在 2008 年重回 UBS（瑞银集团）工作之前，我就持有某股票。上班后，我得知同事们正担任该公司一个跨国并购项目的顾问，于是，所有员工都不能买卖该股。这个项目持续了 3 年，我“被迫”持有该股 3 年多，赚了钱。

一家公司是否上市并不是很重要。上市只是一个融资的渠道和分享成功的方式。很多好公司并不需要上市。相反，烂公司上了市只会害人：害股东和监管部门。

我在华安基金演讲时曾说：“投资的最高境界是什么？**如果某**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司永远不能上市（IPO）、你永远无法退出，你还认为这是一个聪明的、有利可图的投资，那它就是真正的好投资。如果你只想通过买卖上市公司的股票获利，实际上你是在博傻——你需要愚蠢的股民为你接棒，你在投机。”相同的道理，在买股票之前，我们可以问自己，如果这只股票以目前的价钱退市，我们愿意长期当小股东吗？如果我们的先辈传给我们一大笔钱，我们愿意用这个价钱让这家公司下市吗？我看所有的股民都需要理解这个观念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只买能赚 10 倍的股票

上周，我从山东出差回来，在飞机上做了一个梦，梦见了彼得·林奇（Peter Lynch）。在梦中，我刚创办了一个投资基金，找他募集资金。他问我："中国这 20 年出现过很多涨 10 倍以上的股票，你买过几只?"我的额头上开始冒汗，因为我一只也没有买过。他挖苦我说："这就奇怪了。你并不是很笨，理论还一套一套的，这么多年，你怎么就没有投过一只 10 倍股呢?"我开始冒更多的汗："因为……因为我运气不好，工作也太忙……"

彼得·林奇说："每个人每天都有 24 小时，你花 1 个小时研究普通公司，就少了 1 个小时挖掘和研究 10 倍股（ten-baggar）。当然，关键的问题还不是时间，而是注意力和态度。正如你们中国人所说，种瓜得瓜，种豆得豆。"我好像有点明白："你的意思是说，人有多大胆，地有多大产?"

"是的。听起来好笑，但真的就是那么回事。你想炒波段，波段就炒你。如果你用严酷的高标准选股，即使你得不到 10 倍的回报，也可能得到 4 倍、5 倍的回报。当然，你选的有些股票最终还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是可能亏钱，但那是最终结果，而不是你的出发点。如果你的出发点就是10%、15%的回报率，那你就会不经意地降低标准，实际回报只有5%或者7%，甚至亏钱。”

“你是说严师出高徒？”

“别开玩笑，你明白我的意思就行了。如果你不用正确的态度去投资，持有一大把马马虎虎的股票，这时你的某只股票又突然跌了20%或者50%，你就会恐慌，马上止损，因为你没有钢铁般的信心，没有留足空间。相反，如果你做足了功课，坚信所选的都是10倍股，你的股票大跌的概率就很小，而且，即使跌了很多，你也知道怎么办。怎么办？加仓！这就是区别。我建议你把你的基金的名字改为十倍资本公司（The Ten Baggar Capital）。”

我联想到张磊和陈一舟所讲的“惹不起，躲得起”的概念。某只股票在5元以下必买，60元以上必然做空，但是，在5～60元之间，啥也不做。大概也是这个意思吧。

下了飞机，我还在琢磨刚才的怪梦，头疼极了。到了家，我突然发现我托运的行李还在机场，忘了领取。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何挑选 50～70 只股票

如果你接受我的基本投资理念，即在大公司的股票指数（比如恒生指数）之外，在中小盘股中找寻 50～70 只股票，你可以沿着如下路途往前走：

1. 不要急于一次性买齐 50～70 只股票。永远记住我们没有能力抓住最佳的入市时机，所以“投资额均衡控制的原则”是个好原则。一下子急于入市，万一遇到股市下跌，你的弹药就不够了。当然，如果股市一直上涨，你会错过很多机会，但是，我们只有在事后才知道我们处在一个股市的谷底，事前谁知道呢？随着每个月工资和奖金的流入，我们可以分步建仓，等到买齐了 50～70 只股票之后，我们可以每个月给这 50～70 只股票加码。

2. 过一段时间你持有的有些股票突然涨了很多，这时你就需要“割韭菜”（rebalance）。但是在“割韭菜”之前要分析两件事：一是这只股票是否真的太贵或者前途开始暗淡；二是它在整个资产组合中的比重是否太大。如果没有特别的原因，可以尽量减少“割韭菜”的频率，长期持有和减少交易费用都是十分重要的原则。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特说，对于好公司的股票，你应该让它多跑一段时间。它在跑完现在的高增长阶段之后，也许能找到新的增长点，关键是找到一个好的管理团队。他说，如果你找到了好的团队，那么，最佳的持股时间是永远。当然，他自己就承认他持有可口可乐股票的时间过长（在1999年该股票被严重高估时，巴菲特也没有出售），一直持股到近几年该股票严重跑输大市。另外，他持有《华盛顿邮报》的股票也是时间太长。也许，这是他的投资哲学使然。也许，他的资金量太大，不允许他频繁换马，这又好像不对。在这方面，把握好一个度，实在不容易，连股神也不完美，更何况我等?

3. 在选股时，把在企业治理方面明显有问题的公司剔除，确认董事长个人有无问题，管理层名声如何，公司透明度怎样。记住，避免损失比赚钱更为重要。我在过去17年的投资中，4次碰到“地雷公司”（公司因为管治方面的问题而关闭或者长期停牌），损失惨重。而且我受伤的概率不可谓不高。这可以看出中国内地和香港的公司的巨大问题。这些还都是上市公司，理论上应该属于比较好的一类。所以，投资者再怎么小心也不为过。

4. 利润增长率对股票升值至关重要。这句话怎么强调也不过分。其实避开恒生指数的股票（即大盘股——市值或成交额大的股票）本身就是为了寻求中小企业作为一个整体所具备的较高的利润增长率，但并非每个中小企业都会高速成长。大量中小企业因为行业走下坡路或者企业管理水平差而长期停滞不前，甚至倒退。在这方面，我们应该进行一些初步的筛选，但不要太认真选，也就是说，不要有太强的观点。选股时在行业上要足够分散，在个股的选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择上，尽量避开太热门或者估值太高的股票。

我们需注意：避开大盘股（比如恒生指数成分股）并不代表所有大盘股都不能有好的表现，但是，从概率上讲，大部分大盘股已经毕业了，已经辉煌过了。这为未来的成长增添了困难。当然太小的公司也有两个问题：一是在业务上规模不经济；二是业务在竞争中失败的概率较大。

5. 记住，不要预测汇率或大宗商品的价格。讲句实话，谁也无法准确地预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越简单粗犷越好

本人科班出身，在外国投资银行工作十多年，所受的训练是要把研究做细，做翔实，做彻底。可是我本性难移。在做证券分析师的那十多年里，我时常因为要写 100 多页的大报告而备感压力，因为只有这样的大报告才被同事、上司和基金经理当回事。每当看到同事或者竞争者拿着那厚厚的大报告去做路演，我就在心里对自己发誓：我一定要写一本更厚的大报告。可是我一直做不到。那十几年，我写得最厚的报告就只有 30 多页，而且还要多谢那些大大的图表和后面几页纸的免责声明帮忙凑数。后来资格老了，我连装也不想装了。

今天我第一次坦白，我从来都看不上那些厚厚的报告，读者也没时间看那些报告。而且，我认为它们很不环保。当然，这大有酸葡萄的嫌疑。当我看到机场的书店里充满了又厚又大的著作，摆在书架上，我就发誓我永远只写又轻又小的书。今天，摆在你面前的书反映出的就是我本来的面目。

我见过证券分析师把 DCF（现金流折现）分析做到 30 年之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我很佩服，但不敢学习。我连今明两年的现金流预测都没有把握，何况30年以后的事。听说巴菲特的部下也做几十年的DCF分析和预测，不知是真是假。不过我想凡人是不需要这么干的。

这20多年，西方证券分析业基本上被数学家们所接管，花里胡哨的公式和定义特别多，否则怎么叫标新立异呢？可是，美国的长期资本管理公司（LTCM）在1998年的倒台足以证明数量化分析不能担保你长盛不衰。这家公司由几位诺贝尔经济学奖的得主创办，聘请了大量数学和金融学的天才。2008年全球经济危机的爆发也多少得益于这些数学天才的帮助。他们把衍生工具做到了“炉火纯青”的地步，足以把全球银行体系毁灭几次有余。

爱因斯坦说过一句俏皮话：“Everything should be made as simple as possible，but not simpler.”意思是，**凡事应该求简，只要别简单过分就行**。

你想，当一只股票的投资分析需要50多页的报告（甚至100多页的报告）才能解释清楚时，那问题不是很严重了吗？鼎辉投资公司的焦震在投资方面成绩卓越。他曾跟我说过这样一件事，他不愿意听下属或者投资银行分析师跟他讲牛奶或者汽车的生产技术及科技上的变化。他说，他反正一辈子也弄不明白，所以干脆试也不试。

在挑选股票时，如果你需要做很详细的数学估值模型才能确定某家公司每股股价究竟是值3.32元，还是值3.41元，你想想这不可笑吗？我觉得估值应该是个范围，比如某公司每股股价大约值3～4.5元，或者让这个区间更宽一点，留些余地。所以，当你发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析报告说，某股票距目标价还有15%的距离，因此建议买入，你会不会觉得好笑？同样，当你看到有些策略师讲，今年恒生指数或者上证综指在年底会达到多少点位时，你怎么想？如果他对每个季度的点位都有预测，他一定是神仙。

注重粗犷和简单有一个好处，就是避免被复杂和眼花缭乱的雕虫小技所欺骗，而且有助于我们抓大放小。另外，这种分析股票的态度可以让我们永远留有余地，在算账时不要算得太满。

不少投资者在市盈率上做花样文章。比如，如果去年的市盈率太高，那么他就看今年、明年，甚至后年。如果经常性利润太少，他便建议你看总利润或者把特殊利润也包含在其中。而简单粗犷的方法是建议你看中长期（而不是短期）的存款利息率。比如，在未来三五年内一年期的银行存款利息率大约为3%，那么留点空间和余地，你可以把它当作4%，也就是整个股市应该在25倍左右的市盈率为大致合理，即4%的倒数。25倍的市盈率就是你买股票的本钱在25年回本的意思，那就等于每年回本4%，与存款利率（加上一点空间）差不多。留足空间的反义词就是说服自己买股票，忽略利空因素。

在中国香港和美国，由于未来几年存款利率水平有可能一直低于2%甚至低于1%，因此，即使留足空间，市盈率的上升空间仍然很大。这也是为什么我认为香港股票比内地股票有吸引力的原因。

留足空间与风险分散这两个投资原则是相辅相成的。风险分散也就是不把鸡蛋放在一个篮子里，不管这个篮子有多么好，多么可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠。万一这篮子有个洞，怎么办?

巴菲特的老师格雷厄姆曾经要求投资者在选股时注意把握一个尺度：市盈率的倍数乘以市净率最多只能在22.5。这大约是15倍市盈率与1.5倍市净率的乘积，如果市盈率略高于15倍，那么市净率必须低于1.5倍。当然这是选择股票的必要条件，而不是充分条件，达到这个条件还不够，还必须满足其他很多条件。显然，这对A股投资者来讲，是一个很苛刻的条件，好在香港市场（含红筹股和H股）上这类合格的公司还很多。

说到风险分散，巴菲特似乎自相矛盾。他巨大的旗舰公司也只有20多个投资项目，所以他把风险集中在这20多只股票上，此所谓“把鸡蛋放在一个篮子里，把这个篮子看紧”。而他经常倡导大众只买指数基金，实现充分的、完全的风险分散。究竟是怎么回事呢？其实这反映了巴菲特对世人的一个敏锐而正确的观察：世界上绝大多数投资者（含专业人士）既无能力也无必要的心理素质选择个股和投资个股，因此，他们必然跑输大市。而既然不能跑赢大市，还不如买指数基金。如果你想批评巴菲特的“精英”思想，请便。遗憾的是，他是对的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先是不亏钱

我 43 岁的弟弟在湖北做各种小生意。前些年，因为有我经常提供资金支持，所以他不够小心谨慎，导致亏空不小。这几年，我决定不再支持他，他才后悔不已：丧失了本钱，也就丧失了翻身的机会。

炒股的人多有侥幸心理：全中国只要还有一家生产冰箱的企业能生存下来，那必然是某某企业；全世界只要还有一家做网络设备的企业能生存和繁荣，那必然是思科公司（CISCO），或者是另一家某某企业。可是大家却不愿看看这些公司的基本面或者估值水平。也许这些企业确实是最可能生存下来或繁荣的，但当整个行业或板块走下坡路时，就算这些企业比同行业其他企业受伤较轻，投资者也还是会亏很多钱。

直到最近几年，我才真正明白这样一个看起来十分简单但却不容易做到的原则：**首先是不亏钱，然后才是赚钱**。举个小例子，你持有 5 只股票，每只各花费 100 万元。其中你选中了 4 只好股，一年回报 15%，但第 5 只跌了一半。结果到年底，你的总资产是 510 万元。可是如果你选定了 5 只平淡无奇的股票，每只股票都只涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%，但到年底你的总资产会达到525万元（见表1）。可见，**平淡无奇是最佳状态**。

几年前，我见过这样一个例子，讲的也是同样一个道理：千万以稳健为上。在投资方法上，欲速则不达。比如，2007年底你用100万元开始投资，在2008年赚取了100%的回报，可是在2009年亏了30%，这时，你的总资产只有140万元。另一位投资者在2007年底也用100万元开始投资，他在2008年和2009年均获得20%的回报，看似不起眼，但他最终的结果是144万元，跑赢前一位投资者（见表2）。

表1　选股不同的两种结果

年初资产	股票甲	股票乙	股票丙	股票丁	股票戊	合计
	100万元	100万元	100万元	100万元	100万元	500万元
年底情况1	115万元	115万元	115万元	115万元	50万元	510万元
年底情况2	105万元	105万元	105万元	105万元	105万元	525万元

表2　极速与稳健的不同结果

	2007年底	2008年底	2009年底
状态1	100万元	200万元	140万元
增长率		100%	-30%
状态2	100万元	120万元	144万元
增长率		20%	20%

还有一种方法可以帮助我们理解避免亏钱的重要性。比如，你的资产组合今年亏了50%，那么明年就必须翻一番才能回到原地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，你这两年白干了。而且，我们都知道，翻一番有多么不容易。单只股票翻一番已经很不容易，更何况整个资产组合翻一番。

当然，十分谨慎的投资者也免不了碰上亏钱的股票和亏钱的年份，但这是结果，并不是出发点。而抱有侥幸心理的人实际上就是站在亏钱的出发点。错过一个好机会没有什么关系，因为无数好机会还会再现。可是亏钱是不可以的，因为它会让你丧失捕捉下一个机会的能力（实力）。**本钱就像农民的种子一样**。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叛逆者的宣言

最近几年，我阅读了大量关于构筑退休金蛋的西方文献，归纳起来，我觉得构筑退休金蛋有四大要素：

1. 长期不懈地坚持节约和储蓄；
2. 长期不懈地坚持投资，并着重投资于股市；
3. 分散风险，最好买涵盖面很广的指数基金或者自己构建一个样本足够大的、风险足够分散的股票组合；
4. 降低回报率期望，控制贪欲，避免折腾，从而减少交易费用。

关于第一大要素，即长期不懈地坚持节约和储蓄，中外文献均有很多论述，本书不拟着墨。在此，我只想讲一个故事。1983 年我大学毕业后进了中国人民银行在北京的研究生部读书，当时每月工资 46 元，外加 5 元副食品补贴。这已经高于当时全国平均收入水平，相当于中央机关的一般收入水平，但仅仅够我吃饭穿衣，连 100 多元的自行车也买不起。有位年长我十多岁的同班同学费越警告我说：“你这么大手大脚，以后怎么能成家、养子和赡养父母呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你每月必须积存20元，或者至少15元。”我听了非常惭愧，触动很深，压力也很大。后来的许多年里，虽然我一直努力地节省和储蓄，可怎么也达不到他建议的标准储蓄率，一直到后来出国留学，收入有所增加，这才达标。老费，我好感激你！

这几年，我放松了对自己的要求，房子住得稍微大了一点，偶尔也去国外度假，所以在坚持节约和储蓄方面我也许丧失了发言权。

关于另外三大要素，在本书中我会有详细的讲述，其中体现了我投资理念的变迁，也可以说是一个叛逆者的宣言。在此归纳如下：

1. 想正确地预测宏观经济的走势十分困难，而最难的是预测经济周期的转折点。我从1979年上大学主修经济学，到现在已经持有2个国家3所大学的4个学位。在毕业后我从事经济分析及股票研究也有20多年，但我对自己的预测能力越来越怀疑。有一句讽刺经济学家的话：“经济学家擅长解释已经发生的事情，但不擅长预测未来。”这句话用来讽刺我自己十分贴切。你只要看看在近几十年重大经济转折关头（从亚洲经济危机到俄罗斯债务危机，再到美国住房危机）的绝大多数经济学家的预测结果，你就会发现智者十分罕见。诺贝尔经济学奖的得主之一萨缪尔森曾经还说过另外一句俏皮的话：“在过去5次经济大萧条里，经济学家们成功地预测到了9次。”不少研究机构对每个月的消费者物价指数、就业数字、汇率、住房销量，甚至包括股市的点位都有预测。大家都知道这类预测是怎么得出的——拍脑袋，而且，能有多少的实用价值——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零蛋。

2. 就算你把未来宏观经济的走势预测对了，也不一定就能带来正确的投资决策。比如从2003年到2005年有少数智者预见到了美国住房市场和次贷的巨大危机，一直在抛空金融股和住房股，但在时机的把握上，他们不是神仙，他们太早了，结果亏得血本无归。有些基金因此严重跑输大市而失业，或者失去基金投资者的信任（和资金）。在2008年9月雷曼兄弟公司倒台之后，也有智者预测到了很多美国银行会倒台或者遇到存款人挤兑的麻烦，因此，他们抛空美元，购买欧元。可是他们万万没有想到这场大危机迫使美国的大量机构和个人为了扑灭自家后院里的大火而抛售他们在海外的资产。结果是，海外各种资产价格大跌，海外的货币大跌，而美元相反大升。这又使得大量智者血本无归。在国内，从2000年到2004年底，宏观经济运行良好，利率水平也不高，可是股市连跌了4年，至今我也没有弄懂真正的原因。有人懂的话，我很想聆听指教。

3. 选股很难，但长期持续地只选好股，不选烂苹果就是难上加难。

4. 就算你有能力选股，且能偶尔跑赢大市，但长期持续地跑赢大市仍像中彩一样不容易。

我在香港投资股市至今17年，坦白交代，虽然我没有认真计算过，但我估计自己并没有跑赢大市。而每当我想起自己曾经连续5年（2001～2005年）被《机构投资者》杂志评选为中国分析师的领队，我就脸红，额头冒汗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在投资上表现平平的原因首先是理念上的错误，我对自己在宏观分析和选股方面的能力太自信；其次，试图选择入市时机在方法论上面本身就是一个错误。另外，频繁交易不仅加大了交易成本，更重要的是在进出的时机上往往出错。比如，刚刚卖掉一只股票，它便大涨，或者发现它涨高了才追入。

我最近带8岁的儿子去逛书店，他惊喜地发现了一本关于世界军事历史的画册，闹着要我给他买，我一看，300港元，太贵了，便拒绝给他买。回家吃完饭，他依然念念不忘那本书，我就妥协地说，等下周我正巧去那家书店时再把它买回来。儿子哪里肯接受这个方案，他说："这样的好书肯定马上要卖完的！"我只好带他马上返回书店，买下了那本画册。店员说，这样的书没有市场，一年也只能卖出2～3本。我笑了笑，马上想起自己以前买股票时选择入市时机的情况，早上起床看到美国股市昨天收盘时能源股大涨，于是我就马上买入亚洲的能源股；有时我觉得某个理论或者说法很有道理，于是一下子买入大量的相关股票。这样急不可耐，自以为聪明当然只能亏钱。业内流传着关于索罗斯基金公司的一位合伙人戴维·科维茨（David Kowitz）的一个著名笑话——"先投资，再调研"，讲的就是凭感觉、认为入市时机好便急不可耐的例子。其实应该完全把自己当傻瓜，永不试图选择入市的时机。

5. 坚决不对货币汇率或者大宗商品的价格做预测，因为这完全是徒劳的。当然，如果你的工作是预测货币和商品价格，那没办法，但千万不要让自己的退休金鸡蛋受到你预测的影响太大。

6. 尽量买涵盖范围很广的指数基金，尽量长期持有。这样可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免行业变化和个别公司的情况变化对资产组合的影响。

从长远来看，股票市场的表现取决于企业的利润增长，而企业的利润增长又与国内生产总值增长基本同步，因此，内地和香港两地的投资者可以特别偏重当地的指数。还有一个更为激进的做法，就是特别偏重成长性强的中小企业，自己组建一个涉及 50～70 只不同行业的股票的稳定资产组合。虽然这里面可能会有几个烂苹果，但它们平均的高增长率也许完全可以超过以大盘股为主的恒生指数或者其他指数。这里要强调长期持有，避免频繁地交易。

有人批评我，说我的理论是叫大家不要在股市中赚钱，这完全是一个误解。我的意思是说，只要你有平和的心态，是会跑赢大市或者与大市同步的，但在做法上千万不要太多折腾，以静制动才是高手。

直到前不久，我作为一个股民，总是十分忙碌，除了正常工作，我总是试图紧跟国际形势，从美国的税收政策到联邦储备委员会的每篇报道，从土耳其的矿工示威到埃及的失业数据等，都尽量不放过。每次一坐上飞机，便找来 5～6 份报刊，如饥似渴地阅读，生怕错过了某一重要的政治变动、社会趋势、经济数据或公司数据。我越是忙碌，就越是紧张。今天芝加哥发生的某件事有利于铜价，我就买入江西铜业的股票；过了一个月，阿根廷发生了另一件事对铜价可能不利，于是我就把江西铜业卖掉。当然，在这期间，你会听到这位专家说看好，言之有理；明天又听另一位专家唱淡，似乎也很动听，或者更动听，叫你无所适从。我想问，你每天上互联网几个小时看来的信息和观点真的对你的投资有帮助吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资界老手杰森·茨威格说，投资表现的好坏与你专业知识的深浅无关，而与你的心理素质关系最大。这话太实在了。直到一年多前，我仍对选股及选择入市和退市的时机太在意，每天查看自己股票的价格变动，也关注国际市场，忙得不亦乐乎，其结果反而不好。现在采用了新的投资方法，自己才得以完全解放，对大市越来越不关心，对自己的资产组合也越来越有信心。是啊！如果我在中小企业中选择了高达50甚至70只不同行业、风险分散的股票，以投资额均衡控制方法入市，也不想频繁交易，那又有什么必要紧张呢？这样节省下来的许多时间，我可以做体育运动，甚至可以重读《福尔摩斯探案集》，那可是20世纪70年代我最爱读的书。我告诉你一句实话，华生医生比希腊的财政部长要风趣得多！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产行业好，为什么股票不好?

中国的地产公司在香港上市的大大小小有 70 家。虽然最近股价有点蠢动，但绝大多数都大大低于 IPO（首次公开募股）的价格。再算算股民的提心吊胆、资金成本、机会成本，或者多年通胀的累计，那就不好意思了。

为什么在房价如此炽热的 10 年，中国的房地产公司一塌糊涂呢? 鄙人不慧，只能当事后诸葛亮。我猜想，有这样几个原因，供大家参考。

（1） IPO 上市的股价太高，没有充分反映万种风险，没有留足安全边际，没有留足犯错误的空间。热门行业的公司在做上市的时候，大家就应该躲开。是骡子还是马，等它遛一遛再说。

（2） 咱们中国人有个误解，认为企业就必须做百年，就必须传子孙。所以，太多企业家在感觉不妙，本来不想买地扩张的时候，还在勉强前进，毁掉不少企业价值。好几个地产公司的老板（或者老总）说：“不继续买地，团队以后干什么?”

以前，我写过一个书评，《中国企业最不愿做的几件事》，我谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到，古今中外大量的公司“活着不如死了值钱”，该清盘的时候就应该清盘，该做减法的时候就应该做减法。那样可以保存股东价值。同样，该回购股份的时候，就应该回购股份，提高每股价值，投资于自己。当然不是装模作样地回购，而是倾其所有地回购。我在文中举了大量美国公司的例子。有的回购自己60%～90%的股份！

咱们中国人无法理解。中国的国企问题更多：他们是奉命而存在。它们的终极目的不是创造股东价值。它们永远不会因为“生不如死”而选择死。

(3) 中国公司绝大多数把发行收入（包括增发收入）当成利润。大股东的60%股份当然属于大股东，而且小股东的那40%也属于大股东。你不信？大股东的行为方式就是证明：小股东们你们自己相互搞定吧。你们的钱有去无回。有时候，上市公司分几颗糖（即，现金分红）给大家意思意思，目的是以后不断圈钱，你可别当真啊！这些公司永远属于大股东，永远不会清盘、解散，或者大手笔回购。你放心。2003年，我在UBS（瑞士联合银行集团）做分析师的时候，写过一篇小报告，差点丢了饭碗。我的报告说，中国公司即使在两倍市盈率的时候也会继续增发新股。

(4) 由于上述原因，地产公司在香港和国内发行了大量的高息债券和信托产品。有些直接损伤了企业价值。那么高的成本，年复一年，怎么吃得消?!

你看看神州大地，过去10年，买房子的人们都赚了几倍。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么房地产股票不赚反亏？根本原因当然只有一个：中国企业的管制太差！你买的房子由你控制，所以“公司管制”很简单，你说了算。但是，上市的地产公司呢？你虽然是股东，但是你是小股东。这就是问题所在。资本市场是财富再分配的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

假如我是傻瓜，我如何战胜市场？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买股票太麻烦吗?

大多数人可能以为，金融系统的从业人员一定把自己的家庭财务管理得很好。其实不然，据我的观察，绝大多数人的个人理财都是一塌糊涂。即使在投资银行界，多数人的家庭财务也都管理得很差：要么不管（存款在银行），要么随意乱投，没有长远考虑，也没有科学性。

在外国投资银行工作，意味着我们和家人在投资方面面临着很多限制。比如，我们买股票或债券必须事先征得顶头上司的书面批准，然后我们还必须到银行内部的电子网络上征得法律及合规部的批准。当然，每次批准只能当天有效。在实际下单买卖证券时，你的顶头上司也会自动收到一个电子邮件通知，而且法务部也会收到交易副本。买了任何证券必须持有30天以上，跟银行有生意往来的公司的股票在敏感期内我们不能买卖，而有些敏感期长达数年之久。这些规则是为了避免员工滥用客户的商业机密，在客户之前买卖，或者与客户出现利害冲突，等等。有的同事说，因为有这些限制，所以干脆不买股票和债券。我认为这是大错特错，因为这些限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制对于银行的员工来说，实在是太好了。

比如，由于每次买和卖都需要顶头上司书面批准，这就逼着我们认真想清楚，认真研究。显然，你的老板那么忙，不可能三天两头为你批准买卖股票一类的事，你也不想让你的老板看到你天天在炒股。另外，30 天的最低持有期我认为太短，被迫持有 3 年才好，这样可以逼着你更加认真地分析行业和公司，而不是抱有侥幸心理。巴菲特说："如果你不能持有某只股票 10 年，你就不应该持有 20 分钟。"他还说："股票的最佳持有期是永远。"我们只听说有长远投资者发达的，没有听说过因为短炒而发达的。短炒的极端例子是"即日鲜"（指一种即日来回买卖的交易，借此从短线的股价波动中获利）。这种现象现在几乎绝迹了，因为他们亏得差不多了。

因为股票可以随时卖掉，所以人们才过于随意，不负责任。巴菲特建议大家给自己定一个总的额度：我一辈子只能买股票和卖股票若干次，额度用完了，就没有了。这样，我们就会格外谨慎。

还有一些同人说，手上钱不多所以不值得投资，这也是大错特错。正是因为钱少才需要投资和增值，难道不是吗？也有人说，因为工作太忙而无暇投资。其实投资是不占时间的，如果你做长远投资，就不需要每周查看股价，更不需要每天跟踪。你在投资上花的少许时间跟你的工作是相辅相成的，我觉得它们不矛盾。

还有一个有趣的现象：我发现大量的从业人员（更不要提金融业之外的人们）根本不愿意花时间琢磨、研究和领悟一家企业或一个商业模式。大家似乎忘记了一句古话："求人不如求己。"不少人愿意花无穷无尽的时间和努力去拉关系、求恩惠，而不肯花少许时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间做些功课。

再讲一个有趣的现象：在中国香港和美国，大家可以发现大量的公司董事很有钱，主要原因是他们的股票为他们增值很多。何以？董事们在敏感期内（比如在公布业绩之前两个月、并购期间，或在其他敏感期）是不可以买卖股票的。在其他时间，每次买卖都要事先经过董事会批准，而且要公告，因此董事们要顾及形象和闲言碎语。董事们也担心其他董事（特别是董事长）和基金经理们说自己对公司“不看好”、“没有长远打算”、“不务正业，只是一天到晚炒股票”。所以，就出现了一个受约束的现象：董事们买卖自己的股票次数很少，而且，买的次数多于卖的次数；他们持股的时间一般比较长，有时长达 10 年、20 年；他们被迫发了大财。我在 2006～2008 年的 3 年里，担任了几家香港公司的董事，“自律”让我赚了一些钱，但是我心中的蠢动和短期行为让我少赚了很多钱。下回再做董事，我可得多一些长期行为。

那些做不了董事的人们，也可以从这件事中明白一个道理，**长远投资和减少交易是福气**。20 世纪 80 年代，我在澳大利亚读书时，有个老师说，他的钱都是被逼挣来的。他不断地买房子，每个月付很多按揭的供款，这也逼着他省钱和想办法找外快，这跟董事们发大财是同一个道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买股票就相当于建合资企业

无论是做证券分析师，做投资银行生意，还是作为消费者，作为游客，我有时碰到的企业生意实在是做得太好了。出于羡慕，我有时忍不住想，要是与这家企业建一个合资企业该有多好！比如，我们近几年可能看到有些地产公司的房子卖得很火爆，体育服装很走俏，或者百货公司生意兴隆。如果我们想跟这些公司成立合资企业，它们可能不太愿意，但是，它们的股票我们随时可以买到（而且这些股票在香港股市还经常打折，有时折扣还打得很厉害）。

这种选股的态度就避开了投机的做法，逼着你实在一些，看长远一些。如果你跟一家公司办了一家合资企业，想在短时间内抽逃出来是不可能的。买了股票虽然可以随时抽逃，但我们应该假定不能抽逃。原来富达基金的明星基金经理彼得·林奇经常讲，**家庭主妇在超级市场或百货商场选购商品时，最有资格发掘好的消费品类的好股票**。

我前些时候发现一家红筹地产公司生意不错，企业的治理也很好。因为它跟 UBS（瑞银集团）没有任何生意往来，我也不知道任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何内幕消息，于是我买了它的股票，并向很多朋友推荐它。我的理由很简单：这家公司有很多好的地产项目，我想跟它在项目层面合作合资，公司显然不会愿意，而且要价会很高。那好，我干脆买它的股票，而且还有一半以上的估值折让。有朋友反驳我说："股票价格与项目利润的走势不一样。"短期内，它们的走势当然不一致，但中长期它们必然是一致的。当别人因为在京沪买了几套房子而满足时，我也有同样的满足。

我在参观这家公司的楼盘时，虽然不知道具体哪几套房子是属于我的，但我知道，大概有那么几套是属于我的。而且，我还不需要为装修和物业管理之类的事情烦心。有人说："可是你没有享受到杠杆效用，即住房按揭带来的收益放大。"这话不对！哪家地产公司没有负债？企业已经为我做了杠杆。另外，人们只看到按揭的好处，但忘了按揭也可以让自己的房子成为负资产。房价会涨，当然也会跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民不要凑热闹

有几句大实话我不能不说，虽然我的直言会让有些人不舒服。过去的16年，我在香港被宠坏了：这里的股票便宜，而且我还可以随便买任何其他国家的股票。另外，衍生工具也很多。这里的股票，跌破净资产，跌破发行价，甚至跌破每股净值，都是司空见惯的事。

内地的股票很贵，这不需要争论。

内地的股票很贵的原因在于股票的相对稀缺。为什么稀缺？货币供应量增长太快，而公司上市的限制太多。国内的股市以前（长期以来）带有帮助国企脱贫的任务，所以委屈了很多股民。股民们不高兴，但你不会自我保护吗？为什么要凑热闹呢？现在，股市的情况有了一些改善，池子大了，水也深多了，股民的活动天地大了一些，可是，如果你想长期有良好的回报，有些基本原则必须遵守：

首先，不凑热闹。比如，**IPO 就是一个热闹。券商把公司的亮点都挖掘得比较齐全了，还能留下多少空间给散户呢？凑这种热闹**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有违“留有余地”的原则。我就此想起了一个例子：到北京读书的外地学生有一半以上（包括20世纪80年代的本人）在前三四年没有去过长城，后来快毕业了才想起来去一趟。有的人等到分配到上海或者武汉工作以后，才到长城一游。为什么？因为他们当时认为，反正以后机会很多，何必着急呢？假想，北京市政府立个规定，外地学生必须在入学的前两个星期内参观长城，否则以后20年内不许游览，结果会怎样呢？他们会在第一时间内安排好游览长城。

同理，上海人对于参观世博会就不如外地人积极，为什么？上海人想，反正6个月内任何时候都可以去，着什么急呢？你问问上海人吧，绝大多数人最终都没有去过。

IPO不同，它像抽签中彩一样，热热闹闹，激动人心，只有几天（而不是6个月）就到截止日期了。过了这个村，就没那个店。于是，大多数人无法战胜自己心中的魔鬼。世界上大多数IPO都是在阳光明媚的条件下进行的：公司的业务状况良好，股市的状况、管理层的状况良好，等等。券商受聘大力宣传，等到上市之后，人走茶凉：公司业务滑坡、管理层不修边幅、券商把目标和热情转移到了下一家公司，再也不存在一个截止日期的问题。你猜猜股价会不会向好？当然不会。但这才是长期投资者捞便宜货的好时机。

国外大量研究显示，全球几十年来的IPO在前一两年都是很让人失望的。有兴趣的读者，可以看看本书后面的参考目录中所列的资料。

其次，减少交易频率。我在本书的很多地方谈到了频繁交易的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

害处，这里，我想举个例子。这些年来，为什么每个买房子的中国人都能赚钱呢？当然，根本原因是房价在上涨。但是，大家想一想，如果我们把房子都变成股票，交易成本非常低，交易非常容易，只需在电脑上按几个键，或者打一个电话就可以完成。那会出现什么情况？这个市场当然会比股市大很多，而且更加激动人心，可是，很多人就不见得能赚钱。为什么？他们对市场时机的把握不对。有些人越是亏，就越着急，试图用更多交易的办法把亏损赚回来，但结果当然是亏更多。

用薄利多销的概念来看这个问题，我们可以看到，虽然政府把房地产的交易税收和费用率降得很低很低，但政府的实际税收收入却很高。为什么？因为人们不安分，坐不住，太贪心，太急于交易。也就是说，降低房地产的交易税费率会极大地刺激人们的交易频率。当然，羊毛出在羊身上，最终，房子的业主们作为一个集体反而缴了更多的税费，赚得更少，而且，很多人会亏钱。

最后，不要买太小公司的股票。小公司有很多优点：基数低，增长快，遇到风险掉头快，管理半径小，管理成本低。但是，小船也更容易被风浪打翻。另外，它们的股票交易不活跃，在下跌的时候容易跌得更快。在有些行业，小公司还有一个规模不经济的问题，账目比较容易作假，董事长多吃了一顿鲍鱼，结果公司的行政费用就涨了5%。

在内地股市，大公司的估值似乎比较便宜，而小公司（特别是创业板上市的公司）的估值显得很贵。

对公司基本面分析不是高科技研发，专家们不见得比老百姓更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明。**股民们只要抓住常识和避开不懂的东西（或者专业性太强的东西），就可以跑赢专家或者基金经理**。比如，完全撇开复杂的学术理论，股票投资有两个最重要的考虑：一是判断一个行业或者企业的利润在未来三四年会不会有较快的增长，二是判断股票的价格是不是太贵。这两个判断对于股票投资至关重要。但比较快的增长没有一个严格的定义，多少算比较快?

如果一家企业的利润增长在未来3～5年真的可以达到每年15%～20%（复合增长），那是非常不容易的。如果真是如此，那你就找到了宝贝。然后，再看看股票的价格是不是太贵，比如，最好是25倍以下的市盈率。专家们可能会玩一些高难度的动作，敢于买30或者40倍市盈率的股票。在特殊情况下（比如，企业刚刚从亏损状态中恢复，或者由于创新，企业的利润可以非常快地增长），**100倍的市盈率也许没有什么了不起。但是，我强调，这是高难度的动作，只适合专家们玩儿，不适合老百姓玩儿**。**况且，高难度的动作必然伴随着高风险**。**投资的第一要诀是不亏钱**。**所以，错过几个投资机会没有什么了不起**。平稳均衡地赚小钱远远好过大起大落地赚大钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用创业投资的眼光选股票

用创业投资的眼光投资股票，实际上就是假定你主动放弃“见势不妙，撒腿就跑”的权利。人往往就是这么贱：当你拥有撒腿就跑的自由（和奢侈）时，你就会滥用这种特权，带着侥幸的心理买股票，或者不负责任地买股票，结果是自己害自己。

几年前，我带着英国的一位基金经理去国内一家电缆公司参观。访毕，我问他感觉如何，他反问我：“这家公司的市值现为6亿美元。如果老天爷今天突然给你6亿美元的话，你是愿意把它存在银行收息呢，还是愿意用来全盘收购这家电缆公司？或者，你想把这笔钱用来收购别的东西?”

我当初并不完全理解他的意思。最近在北京见到他，他又用同样的逻辑对其他几家公司做了分析，窃以为甚是精辟。其实，这种以创业投资眼光选股票的分析方法，避开了传统思维的几大障碍。

第一，用市盈率的方法来分析股票，容易受到会计账务上的一些小把戏的愚弄，比如折旧和费用的计提、坏账处理、库存计算、税收优惠、母公司的“照顾”以及周期性行业的波动等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，用 DCF（现金流折现）方法也容易出问题。因为对假设变量（比如贴现率）稍做一些调整，就容易使最终的估值产生巨大变化。

第三，创业投资的眼光减少了股票市场上的浮躁思维。浮躁思维具有短期性和侥幸成分，有“炒一把”的小算盘在背后作怪，而创业投资的眼光逼着你考虑长期投资价值。

用创业投资的方法选股，可以思考这样几个问题：

第一，你愿意花 10 亿美元全盘收购一家电视机公司吗？或者，你愿意花 20 亿美元全盘收购一家酿酒公司吗？如果你的回答是肯定的，那么，你就应该花相应的钱买它的股票；否则，它的股票也不值得你买。也许你觉得这个逻辑过分苛刻，但是请想一想：你的钱是你辛勤劳动所得，你不珍惜，它就会流失。

用创业投资的眼光来选股票，逼着我们考虑一只股票的潜在上升空间以及下降空间。如果花 6 亿美元全盘收购一家电缆公司，每年的回报仅仅比银行存款或国债的回报略高一点甚至更低，你愿意劳筋骨、费周折地将它全盘收购吗？创投基金只愿意在巨大回报的项目中花时间和精力，否则得不偿失。

第二，用创业投资的眼光选股票，逼迫我们完全抛开市净率的概念。比如一家公司的净值是 5 亿美元（假设每股 3.3 美元），这个概念其实没有意义，因为净值所代表的可能是工厂的破铜烂铁，或者仓库里的废品，又或者是难以回收的账务。换个角度来想问题，如果今天白手起家，盖一个同样的工厂（电缆厂也罢，电视机厂也罢）究竟需要多少钱？这个“重置成本”的概念十分重要，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为你可以在一张白纸上重新设计，避开现有厂家设备落后、技术欠佳、形象不良及公司治理上的坏习惯和坏制度。

比重置成本更深层次的问题是：这个厂值得重置吗？重置这样一个厂的 IRR（内部收益率）究竟是多少？与银行存款、国债、房地产或其他投资的收益相比，重置所承担的风险值得吗？这些问题对于工业企业来讲尤其重要。因为科技在进步，设备会变得越来越先进，而且越来越便宜，加上消费者口味在变化，也许该工厂的产品会被淘汰，所以，这类工厂不应该被复制。

在对一家公司举牌收购的时候，有些企业家并没有认真想过重置成本，多少有贪大求快的思想在作祟，有时也有“征服者”的骄傲在作怪——瞧，我多么英雄！所以，在全球兼并收购的万万千千案例中，成功的往往只是少数。

兼并收购虽然看起来快（当然，在中国这个过程其实不快，因为要等若干部门的批准），但自己去建一个同样的厂（即复制）究竟需要多少时间呢？一年、两年还是三年？时间上的节约难道就值得付出如此多的差价去收购一家公司吗？很多人会反驳说，兼并收购带来了机遇，而延误两年的话，就会错过机遇——世界上很多兼并收购都是在这种心态下发生的。可是，**如果一个机遇是如此稍纵即逝的话，也许根本就不值得去追求**。

还有人说，如果你收购了这家公司，就等于收购了它的营销网络以及品牌。可大家知道，营销网络是公共财产，任何公司都无法控制或影响营销网络。只要值得投资，你就会愿意花钱建起营销网络，而且，只要你的产品好卖，千千万万的经销商打破脑袋也会为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你效劳。窃以为，**营销网络是最被人滥用而又缺乏准确定义的东西**。

最后，品牌也是转瞬即逝的。品牌评估师都是慷慨之辈，他们动辄给这个或那个品牌估值几十亿或几百亿元。不妨问问他们，成千上万破产公司的那些著名品牌现在值多少？或者，他们自己如果有钱，是否愿意为了这些品牌花那么多钱？**而一个不能带来现金流的品牌，又能值多少钱呢**？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“带工厂的股票”为什么不行?

2005年，我在《财经》杂志发表了一篇杂文，中心思想是“聪明的股民不要买带工厂的股票”。6年来，这篇文章被不少人引用或者批评，我也一直在反思。今天，我把这些思考和观察做一个回顾。

首先，我的基本观点还是没有变化：工厂就需要研发和资本投入，但是由于科技的进步、替代品的出现或者消费者口味的变化，工厂的前期投入有可能会泡汤。而且，研发是一个永无止境的过程。为了赚取3亿元，先要投入2亿元；今年赚了3亿元，明年要再投4亿元；明年赚5亿元，后年再要投6亿元。不然，你就落后了。有大量固定资产的企业在遇到市场变化时，掉头转向很困难，这样的公司越做越大，但股东们最终却所获不多。从长远来看，毕竟是现金流决定企业价值，而这些公司的现金流往往不怎么好看。由于经常增发新股（集资），股东股份难免被摊薄得很快。另外，质量管理、成本控制和营销都是让人头疼的事。相比较而言，“轻资产”的企业和服务性企业似乎有很大的优越性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，我原来的观点确实也太极端了，至少有以偏概全的问题。长期以来，海内外有大量工业企业给投资者带来了巨额的财富。工厂，特别是需要巨额投资的工厂，本身就有一个很高的进入门槛。世界上有钱的企业毕竟是少数；而且，投资额越大，门槛就越高；加上有钱的人们也未必都有胆量或者意愿或者科技来跟你竞争，这就使得你在很高的固定资产的壁垒后面大赚特赚。不过，在资金越来越便宜的今天，这种优势很难持续。资本市场的功能之一就是帮助钱虽然不多、但是胆量够大并且好像有点组织能力的人们挑战那些高投资额的门槛。所以，你的投入越大，风险也就越大。

如果你认真分析一下大量制造企业的利润的真正来源，你会发现，它们的工厂实际上在拖他们的后腿。如果没有工厂的话，它们的利润率会更高。也就是说，它们的工厂虽然在帮倒忙，但是却被其他方面（研发、营销、特许经营权、地理位置或者矿藏）的优势所掩盖。有人可能会说，它们的工厂是使它们其他诸多方面的优势得以体现的载体。这种情况当然是有的，但是，在绝大多数情况下，生产是可以外包的（比如可口可乐、耐克、苹果电脑、LV等）。真正在生产流程（即制造）方面有独到之处的企业当然很多（这些年我也观察到了不少），它们可以赚到很多钱，但这毕竟只是“好工匠”的钱，不是超额利润。我去年有幸参与一家 PVC 塑料管的生产商在香港的上市工作，很受教育。

顺便说一句，我从来不明白中国企业到海外买矿产资源跟中国的能源安全和保证原材料的供应之间有什么必然的联系。中国企业在开采这个环节有什么优势吗？没有。如果没有，那么你对资源价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的长期走势有独特的判断力吗？也没有。如果发生战争，海外的那个矿山究竟谁是股东，其实毫无意义。它能够因为中国人是股东而保证中国的能源和资源供应吗？当然不能。即使在和平时期，这些矿山究竟是中国人拥有还是外国人拥有，都丝毫不能改善中国人的“定价权”或话语权，也丝毫不能改善中国的供应条件。如果你觉得矿产品会长期涨价，到海外购买矿山，这并没什么不可以，只是不要把政治话题扯进来，牵强附会找理由。

最后一点，制造业确实有很多好的投资机会，但是投资本来就是一项个性化的活动，你自己必须感到十分自信和舒服才行。也就是说，你应该有自己的偏好和风格。如果你错过了制造业的大量投资机会，这没什么大不了。**关键的是，你投资的企业必须让你睡得香，感到踏实。如果带工厂的企业让你心里踏实，那当然也很好。**

在投资方面，我自己比较有保留的重资产型的行业包括钢厂、船厂、发电厂、化肥厂、炼油厂、汽车厂和航空公司等。虽然机场、公路和港口的前期投入也很大，但是它们有两个好处：不竞争（或者竞争很少），而且对管理层的能力要求没有那么高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的护城河有多宽?

股票只不过是上市公司的影子。从长期来看，只要你的公司生意好，股票一定会好。**但是公司就像一座城堡，它需要有护城河，不然的话，它很容易被敌人攻破**。你可能会说："我很机灵，我会在敌人攻破这座城堡之前弃城逃脱，换到另外一座城堡里去生活。"很多不愿做长期投资的股民，都抱有这个想法。

最近，我重读了一本好书，有了一点新的理解。这本书是2008年美国晨星公司（Morningstar）的股票研究主管帕特·多尔西（Pat Dorsey）写的《寻找投资护城河》（*The Little Book That Builds Wealth*）。他认为，从根本上讲，世界就是不公平的。行业有好有坏，至少它们在不同的发展阶段有好有坏。好的行业就像顺水行舟（事半功倍），坏的行业就像逆水行舟（事倍功半）。古人云，男怕入错行，女怕嫁错郎。选择有护城河保护的公司，这话说起来容易做起来难。

巴菲特在20世纪80年代把这个概念种到了很多股民的心中，但大家慢慢又忘掉了它，因为寻找这样的好公司太难、太累，不如炒概念来得容易。多尔西认为，**好公司的定义是能够持续创造比别人高的**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报的公司。这样的公司有护城河，不容易在短期内被敌人打垮。这与概念股（今天生物化学，明天环保，后天内需）是不一样的。

如果你说投资的理念经常互相矛盾，那你可说到点子上了。比如，巴菲特本人说过一句著名的话：当一位名声响亮的企业家碰到一家名声糟糕的企业（亏钱容易、赚钱难的地方），结果往往是企业的名声岿然不动。但是，巴菲特在几十年来也确实投资过一些他自己公开认为名声糟糕的行业，比如航空公司、零售业，以及资本密集型的企业，当然结果也不是很理想。另外，他教育大家不要太相信管理层的回天之力（或者名人效应），但他自己经常忘掉行业的弊端而追逐优秀的管理层。

是陷阱，还是护城河？

人们经常问这样一个问题：在赛马的时候，究竟是马重要，还是骑师重要？作者多尔西认为，骑师固然重要，但作用有限。他说，人们一般不怀疑护城河的重要性，但究竟什么是护城河，见仁见智。他说，最常犯的错误是把“产品好”、“市场份额高”、“执行力强”、“优秀的管理团队”当作护城河。但这都是投资的陷阱，而不是护城河。

先谈“产品好”。克莱斯勒汽车公司在20世纪80年代初首次推出小型货车时出尽了风头，赚了太多钱。可是好产品没有用，其他的汽车厂商蜂拥而来，也开始生产小型货车，克莱斯勒马上失去了优势。生产甜甜奶酪饼的 Krispy Kreme 在刚刚推出 doughnut（甜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甜圈）时，风靡美国，但他们没想到别的公司也可以生产 doughnut，而且消费者对 doughnut 的热情很快就消失了。汤米·希尔费格（Tommy Hilfiger）的时装曾经如日中天，可是今天它在哪里呢?前几年，美国政府大举推动用玉米提炼乙醇，认为这既环保，又减少了对海外高价石油的依赖。由于 2006～2007 年玉米收成好，价格低廉，所以厂商们大赚其钱，这些公司的股票也飙升，大家认为这个产品太酷了。可是一年后，新的厂商加入，乙醇生产的产能大增，玉米又不再那么丰收（价格大涨），石油价格也不再那么高企，结果大量乙醇厂商欲哭无泪。

中国地产公司个个说自己的产品是一流的，但实际上它们的区别并不是特别大，而地产的位置好像更重要。各种电视机、彩电、电脑、手机和冰箱真的有特别大的质量差别吗?各种衬衣和套装的质量好坏差别很大吗?

再让我们来看看“市场份额高”这件事。《纽约时报》的名气很大，但是它的股票价格这三年跌了 80%～90%，经常面临财务危机。香港《南华早报》的股价也很差，虽然它在香港的江湖地位很高。海尔、戴尔、通用汽车、科达及大量的建筑工程公司等在各自的产品线上的市场份额都很大，但是看看它们的利润如何吧。有时候，市场份额大是个优势，但也并不一定。如果潜在的竞争者随时存在，这就足够让你的利润率高不起来，因为门口有人“将你的军”，你的公司永远在“食之无味，弃之可惜”的收益率之间运转。有些行业会因为规模大而降低成本，有些则不见得（比如律师、审计师、理发师、美容院、系统集成、建筑、研究咨询、物业管理，甚至地产开发）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般而论，“市场份额高”不是一条可持续的护城河。

我们再来看看“执行力强”和“优秀的管理团队”。这两个优点经常被人们一并提到，因为执行力强主要来源于两个因素：一是管理团队在一起工作的年数长，磨合得不错，工作上比较顺手，团队里面没有明显捣蛋的人；二是团队里面有个德高望重的领袖。这两个因素都有些偶然，可遇不可求，而且可以随时变化。如果领袖生病了或者死了或者被挖墙脚跳槽了，怎么办？有些领袖不自量力，在退休之后又重出江湖（原因是他觉得他创办的公司好像缺了他不行），而把他辛辛苦苦（当然也是运气好）积累下来的名气再丢掉。比如，美国一家曾经很大的电脑公司 Gateway 的创始人就是如此。他重出江湖之后，回天乏力，大失所望。其实，他当年的成就与当年该行业的高增长很有关系。此外，管理层好坏往往只有在事后才能看出来，而不是事前。可是，事后的判断对于投资者来讲没有太大的实际意义。

既然这样，我们如何判断一家公司有没有护城河呢？

第一，品牌被认为优秀或者可靠，公司的产品可以卖出高价，因此公司利润率高于同业其他公司。

第二，它的产品无法替代，或者客户很难离弃。如果离弃，客户需要付出不小的代价（叛逃费）。

第三，有些公司有明显的网络效应（互相照应，或者众星捧月的好处）。

第四，有些公司的业务由于地点、工艺方法、规模、营销网络，或者某种长期协议而使得成本便宜很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌和专利有多大用处?

大多数搞企业战略研究和咨询的专家和学者们因为需要把他们的产品和服务卖给尽可能多的客户，一般倾向于说“任何公司只要遵循这样那样的原则、战略或方法，就可以变成优秀公司”。但多尔西认为，公司的出身决定一切，或者至少在绝大多数情况下是如此。他完全不相信公司文化和团队在长期上有决定性作用。我2005年在成都演讲时曾经说过一句过头的话：**“我想投资懒汉和傻瓜也能管理得不错的公司。”**

很多公司都说自己有品牌、专利和特许经营权。但是，很多专利和品牌完全不能给你带来收入或者好处，它无法在生意上和产品上真正显现出优越性，比如提供别人无法替代的产品和服务。品牌是需要花钱来建立和维护的。如果你的品牌那么好，你能创造出超额利润吗？如果不能，那凭什么证明你的品牌值钱呢？名气大（大家都知道你公司的名字）不等于好品牌，不等于你的产品可以高出市场定价。

我举一个关于品牌的例子。比如，现在阿司匹林是一种常见的镇痛药，专利很多年前就过期了。但德国拜尔的阿司匹林还是比别人同样的药片贵很多，而且卖的量大很多。这就是品牌的力量。另外，一个品牌如果能够减少顾客的“搜寻成本”（比如麦当劳、可口可乐、肯德基），那它们就很有价值，虽然它们的产品价格不见得可以高于市场价。说起专利，大家可能注意到，有些专利没有商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用价值，而且专利可以受到挑战（专利律师赚大钱）。在国外，债券评级公司（标准普尔、穆迪和惠誉）很赚钱，因为它们的生意需要得到政府的特许，而政府又很难授予这样的许可，所以进入门槛很高。另外，赌博的老虎角子机也只有几家授权的生产商。对证券基金进行评级的理柏公司（Lipper）和晨星研究公司也是如此。

在国外，公用事业公司一般受到产品价格和企业回报率方面的监管，这类公司可以是很不错的投资对象：风险低，回报率很稳定。在中国，这方面的监管机制还很原始和带有随意性，所以我们的供水、供电和供气公司可以很赚钱（如果管理层想赚钱的话）。十多年来，不少人对中国燃气公司的投资价值有些怀疑。我是这样看的：它们的燃气销售量会增长很快，而且未来的单位成本会因此下降（因为公摊的固定费用增加不大）。最重要的是，它们其实是建筑安装公司，它们把燃气管道接到你的厨房和洗澡间。与普通的建筑安装公司不同的是，它们有特权：在它们经营的城市内，只有它们能做这项业务，别家不可以做，而且它们的安装收费特别高（每家 2 000 多元）。

最近，我碰到一家为钢厂和化工厂在现场提取和提供氧气、氢气和其他工业气体的公司，感觉它的商业模式也不错。虽然它们需要跟同行的四大跨国公司竞争以获取新的项目，但一旦拿下一个项目，它们的业务和长期的回报率是相当不错的（比如内部收益率高达 14% 或者 18%）。即使它们不再获取任何新的项目，现有的项目也是一个很不错的生意。中国的城市燃气公司也是如此，它们虽然在获取新项目的时候有激烈的竞争，但现有的生意就已经相当诱人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户的叛逃成本

谈起客户的叛逃成本，大家想想你会经常换银行吗？你需要填写很多表格，改换工资自动转账的指令，注销按期支付水电费、小孩学费、会所的会费和有线电视使用费的指令。你如果有住房按揭，即使银行对你有点不友好，你也不会换，因为成本太高了。保险公司也是如此。注销现有的人身保险单，换一家保险公司就需要重新检查身体。一般情况下，我们会忍受现有保险公司的问题，当然抱怨归抱怨。

同样，基金公司的日子也很好过，因为一旦你把钱交给它们管，就不太容易抽离。抽离有费用，也很麻烦。而且你敢说下一家基金公司（或者基金经理）的水平会高出很多吗？况且，在你抽离的同时，另一个基民（投资人）也许会把钱从别的地方转过来（就像公共汽车一样，有的人下车，有的人上车）。他转过来的原因可能是他对原来的那家基金公司极为不满，所以想在这家公司试试运气。你们俩正好换了个位置。

另外，你使用的会计软件系统（或者 ERP 系统）可以随便换吗？谁也不想多花时间学一个新的软件，除非新的软件有巨大的优越性。中文输入法也是如此，当你会用五笔字型输入法之后，你可能不想学习和转换到仓吉输入法。

上市公司一般要注意形象，不愿意换审计师。换审计师需要董事会批准，需要公告，还给人留下做假账的嫌疑。在香港，各个单位的强积金（强制的退休金供款）都要由外部专业机构来管理，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一旦选定，大家谁也不愿意换机构，因为那样太麻烦和浪费钱，换一家也不一定就能好到哪里去。

网络效应

网络效应主要在新产品、新科技或互联网方面出现。比如，使用微软的办公室软件的人越多，越多的人就必须使用它的办公室软件，否则，你的软件或者系统就不能跟别人兼容。越多的人讲英语，也就有越多的人必须讲英语。

越多的人使用运通（American Express）的信用卡，这种卡就越能够给客户带来积分和其他好处（比如，免费的飞机票、餐馆打折或者商店购物减价），反过来也就有越多的人会选择这种卡。

越多的公司在香港上市，也就有越多的基金经理和分析师会关注香港市场，驻扎在香港，市场流动性（交投）就越活跃，也许股票的价格就越高。

越多的买家上 eBay 去买东西，也就有越多的卖家到那里去卖东西，这跟 eBay 收费高低关系不大。对于一家报社来讲，读者越多，报社就越能够聘请高水平的记者，产出更多高质量的新闻和分析文章，然后，读者也就越多。做第三方物流的公司也是如此（他们成了枢纽和中介）。

用专业话来讲，扩大网络的好处是非线性的：网点多 10%，给网络带来的好处可以增加 30%。这一类的公司比较少，但你一旦发现它们，千万不要放过投资的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本低，规模大，或者自然垄断

低成本的例子很多。国有企业养着一大批人，这就导致了高成本，而且，办事的程序繁杂也会加大业务成本。民营企业没有这些麻烦，而且对“跑冒滴漏”的控制通常好一些，因此总的成本就比较低。欧美的企业在成本控制方面，经常遇到工会的阻力。小电视台跟大电视台（比如英国的天空电视台）相比，因为观众和订户不多，所以没有实力转播大型的足球赛，从而形成了恶性循环。

有些行业前期投入巨大（固定成本高），因此形成一条很宽的护城河，比如收费公路、港口、机场和快递公司（UPS，FedEx）等。

还有一类企业实际上是自然垄断。比如，华盛顿邮报集团（巴菲特的爱股）下属的在美国一些中小城市（如爱达荷州首府博伊西）经营的有线电视业务就很有钱赚，因为这些城市不大，只能容纳一个有线电视运营商。

我认为，零售业和餐饮业都是很不容易做生意的行业，因为它们没有护城河的保护，客户太容易叛逃，叛逃的成本太低。不错，星巴克很成功，但这是例外，而不是规律。股票投资是一个概率游戏，明智的人不能把钱放在小概率的事件上。这些年，中国零售企业的表现都很优秀，但这在某种程度上是因为水涨船高：当零售额每年以双位数增长的时候，很容易取得好的成绩。但这不能与中长期内关于护城河的分析混为一谈。这就好像在大牛市的情况下，张先生炒股赚了50%的回报一样。运气跟水平还是有点不同的，水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以理解成为长期持续的运气。10 年前，有些电脑和手机的生产商大赚其钱，很多人误以为那些行业有很高的进入门槛（护城河），当然实际上是没有的。现在，水位退下来了，我们看得比较清楚。

我认为，有护城河的公司理所应当有很高的资本回报率。如果没有，我们要找原因，也许它根本就没有护城河的保护。反过来，有些公司在最近几年有很高的回报率，但这也许完全是因为阴差阳错或者运气，或者因为某个正在消逝的原因。我们一定要把那个实实在在的原因找出来，否则就是骗自己。总之，高回报率是判断有没有护城河的必要条件，但不是充分条件。

寻找有护城河保护的公司很重要。但**时过境迁，我们要注意护城河是否干涸**。**如果优势在消逝，我们要勇于承认，甚至弃城逃跑**。**监管制度的变化、消费者胃口的改变、替代产品的出现都可以摧毁护城河**。

一家公司有没有护城河，护城河究竟有多宽，这是一个很主观的判断。仁者见仁，智者见智。但是这种思维方法和逻辑对投资很有用。分析护城河只是为了帮助长期投资者，对于短期炒作的人没有用处。作者多尔西有一句话对我很有启发：读公司的年报比分析联邦储备委员会主席的讲话重要 100 倍，看报纸和互联网上对股市和新闻的评论没有太大的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对几个行业的看法

下面的看法主要适合我本人的投资，不见得适合别人。在很大程度上，这些看法反映了我的偏见和孤陋寡闻。但是，股票投资本来就是一个很个性化的追求。你必须说服自己，必须具有信心。

1. 电信业。在未来3~5年内的增长会很有限。该普及的业务已经普及了，而革命性的产品不太可能出现。这也就意味着，利润增长主要来自成本控制（谈何容易!），而不是销售收入的增长。这个板块的股票如果要有好的表现，还必须大大调整它们的资本结构：它们的股本太多，手持现金太多，负债太少。也就是说，它们必须加大现金分红。可能性大吗?

2. 电力行业。它往往被分析师们说成是公用事业，这是个错误。国外的公用事业企业在产品定价和资本回报率方面受到严格的监管，但我们的发电企业不同。我觉得它们很像制造业：从公开市场买煤（价格不再受太多的保护），再发电卖给电网（价格又受到限制）。要预测它们的利润非常不容易。它们的固定资产很大，前期投入多。我感觉，这个行业不太适合小股民（比如我个人）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去 10 年，中国经济腾飞，房地产行业兴旺，高耗能的行业（钢铁、化工、建材）增长很快，电力需求的增长很旺，这导致了经常缺电的问题，电力公司的发电小时数很高。但随着大量新电厂的建造，这种状况不容易重演。而且，煤的价格又难以预测（中长期看涨）。

总之，这个行业处于一个奇怪的两难状态。如果经济好，电力需求会很强，但是煤的价格也会很高，加大了电力企业的成本。上网电价（根据不同类型可再生能源发电确定不同上网电价）的上调又会滞后，原因是政府害怕通货膨胀，所以拿电力企业做牺牲品。反过来，如果经济不好，电力需求不旺，煤价又未必能下跌太多，也未必能抵消发电时间的减少对利润的影响。这个行业的根本问题在于，从中长期来看，世界上的煤价上涨的可能性大于下跌的可能性，而政府过于害怕通货膨胀而不敢上调电价。

3. 航空行业。这在全世界都是亏钱容易赚钱难的行业。这已经被几十年来各国的经验所证明。如果你不服气，请看看巴菲特的分析和教训。他经不住优秀管理层的诱惑，投资于美国西南航空公司，受教训很深。在欧美和日本，绝大多数航空公司经常在破产的边缘行走。中国的航空公司如果没有政府经常性的注资，其后果也是不堪设想的。跟电力行业一样，航空行业也处于一个奇怪的两难状态。如果经济好的话，飞机坐得很满，但竞争的格局（产能过剩，以及随时扩大产能的可能性）使得它们不能加价（当然还有价格管制）。同时，石油价格也很高。反过来，如果经济疲软，油价可能下跌，但是机舱里面又可能空空荡荡。全球股民在航空公司亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空的钱实在太多了。

4. 金融业。**在我看来，金融业是最好的股票投资行业，特别适合那些不能够也不愿意玩高难度动作的小股民。**为什么？第一，金融业是经济中所有行业的高度概括和抽象，投资金融业就等于投资所有行业。这样一来，投资者可以避免过度集中的行业风险；第二，你很难找到一个比金融业更具杠杆效应（即放大效应）的行业（因为它的负债率高于任何其他行业），所以在经济增长很正常的年代，金融业会跑赢其他大多数行业。当然，在经济滑向衰退时，坏账增加，可能让金融企业巨亏甚至倒闭。但是，由于金融业的特殊地位，政府不敢让金融机构倒闭，就必须伸出援手。这就出现了一种不对称：赢了的时候所有股东有份，亏了由政府埋单。虽然经济周期难免，但是，中国经济的基本方向在未来几年还是向上的，这就决定了金融业投资的可行性；第三，这些企业一般比较大，安全性比较高。从“投资者的护城河”的角度看，金融机构的客户从金融机构“叛逃”到另外的金融机构的成本很高。投资金融业的第四个好处就是，政府对营业执照的控制使得金融业的竞争远不如其他行业激烈。

5. 基础设施（港口、码头、机场、隧道）。这是长期以来我最爱的行业之一。有三个原因：第一，它们的风险比制造业小，收入和利润也比较容易预测；第二，这些行业的利润和现金流比较透明，管理层操纵的空间不大；第三，这种公司管理起来比较容易。引用一个基金经理的话：“傻瓜都能管理的行业就是股民投资的好行业。”但这类行业的缺点是，它们的增长空间往往有限，而且港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口对国际贸易太敏感。此外，过度的资本支出可以让公司破产。所以，这类行业的公司，越老就越好——处于前期投入阶段的公司有风险（当然，高风险才有高收益）。由于这些行业一般依靠很高的负债率来提升股东的回报率，所以，当通货膨胀预期和加息预期开始出现时，它们往往跑输大市。

6. 制造业。制造业的企业多姿多彩，形形色色，很难用一个标准来衡量。我以前十分排斥制造业（几乎是所有的制造商），但近来，我的观点有些细微的变化。在 20 世纪 90 年代，联想集团就是一个非常成功的制造业企业，原因是它的产品需求太旺。同样的道理，挖煤机的制造商这些年也都很成功。近 10 年来，体育鞋和体育服装的制造商也干得相当不错。虽然这些公司反复强调它们的品牌如何强大，但归根到底，它们的成功在于制造了一种需求旺盛的产品。也就是说，它们占了天时地利的优势。

最近，我对制造业有了一种新的理解：即使在产能严重过剩的行业，新的加入者也可以大赚其钱。比如，中国的钢铁业和电解铝业产能严重过剩，政府三令五申压缩产能。但是，为什么不断有新的企业拼命要进来呢？批评家们说，因为这些企业主不理性。这可是小看了我们民营企业主的才干和心理素质，我看他们非常理性。又有批评家说，他们无视环境保护和劳工条件，于是很有竞争力，这句话也只是部分正确。

有很多民营企业在环保和劳工条件方面也做得不错。我认为，它们成功的秘诀是，它们有比较新的技术和工艺，而现有企业的原有设备成了包袱。此外，现有企业的高工资、高福利、退休金制、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冗员（比如5套班子）、早已过时的工作习惯、监守自盗现象和跑冒滴漏现象，等等，才是真正的问题。大量的民营企业（甚至有些国有企业）很容易就看到了老企业的这一弱点，所以它们的胆子和决心特别大。没错，它们的进入确实会加剧已经很严重的产能过剩问题，从短期来看，也确实像某些官员所说，会带来社会资源的浪费，但是，没有它们的强行进入，这些行业的竞争就不够激烈和充分，就不能出现优胜劣汰。在它们进入之后，我们看到一个很有趣的现象：新公司的产能利用率很高，原有的老企业的产能利用率下降。由于竞争对手的水平太差，这些新企业的利润率相当不错。

7. 房地产业。房地产业在中国这10年很风光，但破产的企业也不少，很多企业的股票价格不仅低于5年前的水平，其市值也低于近年来从公开市场所筹措的资金总和。这样的例子很多，人们大多把这种状况归罪于政府的宏观调控。但是，做任何企业都要面对政府的监管。如果没有这个能力，什么也无法实现。我感觉，国内股民对这个板块的估值太慷慨。细节请参考本书另文《买便宜货可以导致破产》。

8. 医药和科技行业。我完全不懂，所以我完全不投资。

9. 食品和饮料行业。按照我的理解，这个行业实际上属于制造业。在这里，品牌有些作用，但作用并不像人们想象的那么大。康师傅、旺旺、统一、汇源，以及一些啤酒、葡萄酒和白酒类的企业都长期面临着你死我活的竞争，现在有些企业确定了它们的领先地位，也只有这个时候，它们的品牌才变得比较重要，才开始对长期的营销有些作用。但是，它们并没有修建像样的“护城河”，只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们放松警惕，就会被竞争者甩在后面。而且，行业的进入门槛太低，即使它们把所有的竞争者都消灭了，它们也不敢明显提高产品价格，害怕会邀请新的加入者。我经常提醒自己，在投资这类企业的股票时，人们容易高估品牌的价值。其实，品牌很脆弱。

10. 零售业。我一直喜欢零售企业的股票，但最近学习“护城河”的理论，开始对零售和餐饮业抱有戒心。它们的问题是，客户的“叛逃”太容易，成本太低。另外，这些行业最近五六年运气不错，赚了很多钱，于是，该行业正在经历一个前所未有的产能扩张期。如果经济突然疲软或者销售放慢，它们的房租和其他固定费用可能成为一个大问题。

11. 燃气公司、供水公司和污水处理企业。这是我最爱的企业。它们在获取特许经营权的时候，确实需要竞争，但是一旦获取，便成了那些城市的几十年的垄断经营者；资产的回报不错，而且还有很大的增长空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你的股票突然跌了一半……

关于投资要留有余地，很多人讲过无数次，也几乎没有人不明白这个道理，但要做到太难了。当股票价格往上走的时候，每个人都怕错过机会，所以大家争先恐后抢购。从 20 倍的市盈率到 30 倍的市盈率，大家都会找到各种原因来证明它的合理性。到了 40 倍，反而有更多人去追捧。股价往下跌的时候，大家越看越不对劲儿，越看越害怕，因此，一家完全正常的公司的股票跌了 90% 之后还有人在抛售。我也犯过同样的错误。2008 年底，雷曼兄弟公司倒台以后，我就抛售过两家很正常的中国公司的股票——我当时莫名其妙地害怕它们熬不过金融危机。半年之后，这两只股票都涨了 2 倍多。想起来，我就想踢自己两脚。

后来我反思得出这样的结论。当一只股票正在往上涨的时候，风和日丽，我们要问自己几个问题：“它有没有可能跌一半？如果有可能，我怎么办？我敢不敢冲进市场加仓？我会不会在同一只股票上买更多的数量？”理论上这很好讲：既然现在我愿意持有它，跌了一半之后，那不是更有吸引力吗？其实，24 倍的市盈率完全可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以在一个星期内变成 12 倍。有一万种理由可以证明，这 12 倍并没有什么了不起，而且是很正常的市盈率。原因可以是宏观的，也可以是微观的，比如，加息的预期、通货膨胀的预期、原材料涨价、成品跌价、管理层变动、行业拥有新的竞争者，或者原来的数字本身就有点夸大，等等。

作者帕特·多尔西举了一个有趣的例子。从 1997 年中期到 2007 年中期的 10 年间，微软公司和 Adobe 公司（做 PDF 文档那家公司）的每股利润每年分别平均增长了 16% 和 13% （这都属于很高的增长幅度），而它们的股票价格每年每股分别平均上涨了 7% 和 24% 。为什么有这么大的差距呢？原来，在起点时，微软公司的市盈率高达 50 倍，而 Adobe 公司的市盈率只有 17 倍。到了 2007 年中期，它们的市盈率分别变成了 20 倍和 45 倍。

当你的身价突然从 100 万元变成 50 万元的时候，你真的好受吗？你真的能够处之泰然吗？这钱是你辛苦得来的，父母妻小还要靠你，在你乱了方寸的时候，你的投资决定可能会让你以后后悔。

如何尽量避开这种局面，我有几个想法。第一，看股票时，要留点余地。比如，把公司的历史账目和未来预测多打些折扣。第二，在估值时也要留点余地。比如，在估值一只股票的合理价值时，应该是 5 ~8 元，而不是 8 元。股票的估值是一门艺术，不是科学。最后一点，用心看公司。每家公司都有问题，有些问题你只是没有看到而已。它们的管理层也许一直有暗斗，但可能伪装得很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了减少自己被冲昏头脑的次数，我建议大家多看“绝对的”估值方法，少看“相对的”估值方法。比如，我坚决不买一只30倍市盈率的股票，如果仅仅是因为同类的股票更贵（40倍）。比较可靠的方法是盯住30倍这个数字，这是一个不小的数字，它意味着我的投资需要30年才能赚回本钱（假定公司未来以目前的利润水平发展）。当然公司未来的利润可能有增长，但也会有下跌的年份。对于极少数高成长的公司来说，30倍也可能很合理甚至算便宜。但是注意，只有极少数公司可以持续多年高增长（比如，超过20%）。如果我们“感觉到”这家公司在高增长，那家公司也在高增长，我们大脑可能已经被外界的气氛冲昏了，这个时候的大环境可能已经有问题。股票的市盈率跟通货膨胀，也就是跟银行利率有关。一般情况下，利率越高，股票的估值倍数越低，反之亦然。但这也是一个很危险的“相对”估值方法，目前的低利率可以持续吗？万一利率突然涨了呢？

我在香港曾经炒过“窝轮”（即warrants，认股权证和认沽权证），这是让我很后悔的事情。亏了钱是一回事，违背了我自己的投资原则而亏钱是另一回事。这些“窝轮”当然都有固定的期限，实际上你是在赌博，赌的是某一只股票或者恒生指数会在一个固定的日期（比如5月31日）之前涨到什么程度，或者跌到什么程度。即使你的宏观分析和微观分析都是正确的，预测和把握市场的时机也是非常愚蠢的。我在本书其他地方也反复讲，把基本面分析正确已经非常不容易，如果再要求加上对市场时机的预测，那就太过分了。一个正确的基本面有时候可能需要2年、3年，或者5年甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年才能表现出来，你有耐心和资金等得起吗？“窝轮”的期限太短了：通常几个月，最长一年。

炒“窝轮”是信心爆棚的表现，但对大多数人来讲，是无知的表现，他们不懂得基本面的表现是需要很长时间的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如我是傻瓜，我如何战胜市场？

我和很多人一样，喜欢股市不仅是因为试图赚钱，而且因为它变幻无穷，很刺激。但是，有很多严谨的投资者认为，我们这两个理由实际上是有矛盾的。你必须放弃“寻欢”的念头，因为这种念头对股市来说是邪念。怎样才能做到这一点？有的基金公司用数学模型来确定买什么卖什么，以及何时买何时卖。有些个体投资者完全放弃选股的乐趣（或者说是麻烦），而把钱投资在基金上，长期不理它。最近，我读了一本有趣的书《股市稳赚》（*The Little Book That Beats The Market*），书的作者乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）倡导大家走一条容易走，但又似乎很严谨的道路。他的方法很简单：把所有的 3 500 家公司按照有形净资产回报率（returns on tangible capital employed）从高到低排序，再把它们按照“企盈率”（企业价值除以运营利润，即 EV/EBIT）排序，然后挑选出那些在两项指标中最好的公司，分 4～5 个月陆续建仓，以减少市场风险；总共投资 20～30 家公司以分散个股风险；每过 12 个月重复此项工作；坚持这种投资方法至少 4 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林布拉特所选的有形净资产回报率的定义是，付税收和利息之前的运营利润（EV/EBIT）除以公司的有形净资产（即净的固定资产与净的流动资产的总和）。他选择运营利润而不是净利润，主要是因为这样在对不同行业和公司进行比较时，便于排除不同的税收条件和不同的固定资产折旧政策对利润的影响。有形净资产的好处是它已经把企业在并购时额外支付的、高于账面价值的溢价（即商誉，goodwill）减掉了。

为什么要用“企盈率”（EV/EBIT）而不用通常的市盈率（PE）？我引用格林布拉特先生在书中的一个例子来解释。大家看看两家几乎相同的公司——同样的收入和同样的运营利润，它们仅有的区别是，甲公司没有负债，而乙公司有50亿元的负债（年利率10%）。

甲公司的市盈率为每股60元，乙公司的股价为每股10元。谁贵谁便宜？甲公司市盈率为10倍，乙公司的市盈率为3.33倍，甲公司贵多了。但是，如果你站在风险投资（直投）基金，或长期投资者的角度看，你就马上明白你的结论错了。你买的乙公司的负债也是你的负债。你承债收购两家公司的代价是完全一样的。它们在付税收和利息之前的运营利润（EBIT）都是10亿元，它们的企业价值（即 enterprise value，股票市值跟净负债的总和）都是60亿元。也就是说，它们的估值是一样的：企业价值除以运营利润（EV/EBIT）相同。而且，你甚至可以说，乙公司比甲公司更贵。为什么？因为乙公司的风险大一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4 格林布拉特的神奇方法所带来的投资回报大大优于市场

	神奇方法（%）	市场平均（%）	S&P 500（%）
1988	27.1	24.8	16.6
1989	44.6	18	31.7
1990	1.7	-16.1	-3.1
1991	70.6	45.6	30.5
1992	32.4	11.4	7.6
1993	17.2	15.9	10.1
1994	22	-4.5	1.3
1995	34	29.1	37.6
1996	17.3	14.9	23
1997	40.2	16.8	33.4
1998	25.5	-2	28.6
1999	53	36.1	21
2000	7.9	-16.8	-9.1
2001	69.6	11.5	-11.9
2002	-4	-24.2	-22.1
2003	79.9	68.8	28.7
2004	19.3	17.8	10.9
平均回报率	30.8	12.3	12.4

资料来源：Joel Greenblatt，*The Little Book That Beats The Market*，John Wiley & Sons.

作者做了一个模拟试验，在那17年（1988～2004年）里，如果你把美国市场的3 500家上市公司按照有形净资产回报率排列（排名最高的给1分，排名第55位的玛丽亚公司得到55分，等等）。然后，把这3 500家公司再按照“企盈率”（相当于市盈率）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排列，“企盈率”越高的得分越低，反过来越高。最后把每家公司的两个得分加起来。比如，微软公司的有形净资产回报率排列第17位（得分17），有很高的回报率，而它的“企盈率”排列在第3 400位（全美国倒数第100位），因此得分100分。接着，把这两个分数加起来做比较，总分越低越好。比如，微软的总分数为117分（17加100），玛丽亚公司按照“企盈率”排在第3 500位（全美国最便宜），得1分，所以总分为56分，优于微软。

下表所反映的是这种投资方法的业绩表现，看起来好像简单得难以让人相信，可是有两个问题。一是，它的成功需要坚持至少4年以上，多数人没有这个耐心。基金经理当然不能这样做：连续两年表现落后，可能他就失去了继续工作的机会。绝大多数散户可能也不想把买股票这样激动人心的工作交给电脑。二是，他开始这样做了，但是效果不能立竿见影，他就会抛弃这个策略，投到另一种策略的怀抱。缺乏虔诚的投入，最后只能业绩平平。

表5　由“企盈率”比较甲乙两公司股价高低

单位：亿元人民币

	甲公司	乙公司
收入	100	100
付税收和利息之前的运营利润	10	10
利息费用	0	5
税前利润	10	5
税收（40%）	4	2
净利润	6	3

资料来源：Joel Greenblatt，*The Little Book That Beats The Market*，John Wiley & Sons.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意，表5中的市场平均表现代表的是那3 500家公司的简单平均数，而标准普尔500指数（S&P 500）表现的是500家大公司按照市值加权计算的平均数。

作者给他的神奇理论做了另外一个测试。他把2 500家最大的公司按照“企盈率”和有形净资产回报率进行排序，然后分成10个组(每组有250家公司)。在那17年里，它们的表现如表6所示。

投资界派系林立，学派如云，任何一个投资策略都面临一些共同的问题。首先，他们往往拿过去的数据来进行模拟，反复试验一直到结果符合他们的“理论”。如果17年的数字不符合他们所要的结果，那么取16年的数字，或者15年的数字、14年的数字，这叫“挖掘数字”（data mining)。作者格林布拉特声称他的方法可以接受其他年份的历史检验，而且同样有效。

表6 10组公司的表现

第1组	17.9%
第2组	15.6%
第3组	14.8%
第4组	14.2%
第5组	14.1%
第6组	12.7%
第7组	11.3%
第8组	10.1%
第9组	5.2%
第10组	2.5%

资料来源：Joel Greenblatt, *The Little Book That Beats The Market*, John Wiley & Sons.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，大多数小盘股被投资者忽略，所以估值一般偏低。而作者格林布拉特的方法在现实中可能难以运作，因为在买的过程中，它们的股价会被推得很高，从而降低最终回报率。但是，小盘股既有可能因为被市场忽略而估值过低，也有可能会因为同样的原因而估值过高（分析不够）。另外，他说，他的方法也同样适用于大公司。比如，他挑出美国最大的1 000只股票，在那17年里，他的神奇方法也会有22.9%的回报率，而同时间内，市场平均回报率只有11.7%，而S&P 500的回报率只有12.4%。

我感觉，他的理论中有一点对我非常有用，可算是一个重要提醒：**一家资金使用效率非常高的公司（比如35%的资本回报率）将利润进行再投资的时候，它的回报率在中期和短期内有可能下降，但不太可能下降得很快。**也许会降到25%，甚至20%，但是20%～25%的资本回报率也是很高的！当然这样的企业即使不做新的投资，它原有的资本回报率也会下降，但是，多数事物的变化总是渐进的（不是跳跃的）。从另外一个角度来看，一家企业的回报率远远超过大多数企业，必然有其原因，而这个原因不大会在近期消失。即使单家企业的竞争优势马上消失，你的资产组合里的20～30家企业的竞争优势同时消失也是不可能的。反过来，一家资本回报率很低的公司，不太可能在短期内有巨大的改善。这是格林布拉特的理论可以成功的一大基石。毕竟，投资是一个概率游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以跑赢对冲基金

很多对冲基金很赚钱，它们的创办人和高层员工也很赚钱，这些都是事实。但是，在它们的前前后后、左左右右也有大量的辛酸故事。这些故事包括高度的压力，以及倒闭、破产和多年不赚钱的例子。

对于那些赚钱的少数对冲基金，我们也要分析它们是如何赚钱的（即赚钱的来源）。我看它们赚钱的原因不外乎两种：一是确实水平高（加上运气好），赌对了。比如，在投资回报方面，有些基金公司长期以来表现优于大市，所管理的资金额也就越来越高，管理费收入越来越多，利润分成也越来越丰厚，但这样的毕竟是凤毛麟角。

第二种是绝大多数，它们的水平虽然一般或者投资表现平平，但它们筹集资金的能力很强，它们赚的是稳定的管理费和巨额的利润分成。比如，某某基金管理3亿美元的客户资金，2010年恒生指数上升了48%，但该基金只涨了20%。虽然它跑输了大市，但该基金除了收取1.5%～2%的管理费之外，还要分得利润的20%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即 1 200 万美元。今年如果全球股票大市不振，该基金一分钱也没有赚（所以无利润可分），但是管理费也有 500 万～600 万美元。明年如果该基金亏损 10%，管理费也还是要收取的，虽然它们拿不到利润分成。

对冲基金的创办人（以及高层员工）很赚钱，但这不等于基金的投资人也很赚钱。此所谓“挖黄金的人未必赚钱，但是卖铲子的人肯定赚钱”。**事实上，绝大多数基金的表现很一般。作为一个整体，它们当然只能跑输大市，因为它们的费用太高。**也就是说，像你和我这样的个人投资者在投资业绩方面完全可以优于对冲基金。为什么？

第一，对冲基金的经理们虽然学业成功，工作卖力，又有投资银行在信息、分析、交易以及资金等方面的支持，但这些人每天承受的压力太大，比如他们每天要看这个月的基金表现、下个月的回报、再下个月的增长等。他们过多地关注基金在短期内的回报，也就没有办法关注中长期。而在短期内，即使是又好又便宜的公司也不见得会在股价上有优异的表现，而又坏又贵的公司的股票未必一定下跌。即使基金经理们对基本面的分析完全正确，也并不能保证他们在短期内能获利。遗憾的是，他们的大部分资金来源是短期资金。有些即使是长期资金（比如 3 年），但 3 年对于投资来说仍然属于短期。另外，即使你的资金有 3 年的锁定期，你仍然要有频繁的业绩报告，特别关心基金的波动系数，这就直接影响了基金经理的行为方式。

第二，在市场低谷的时候，理性的投资者本来应该加仓，买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多股票。对冲基金的经理们当然明白这个道理，但是，他们的投资者不见得总是明白这个道理。于是，在市场低谷的时候，这些基金可能遇到很多赎回的请求。于是，他们没办法只好割肉斩仓。在市场高位时，投资者会有大量的新钱给基金来管理，当然这是亏钱的"最好时机"。巴菲特长期成功的原因很多，其中之一就是他资金的长期稳定性。其实，他的公司就是一个封闭式基金。他可以不关心今年或者明年的表现，也可以不关心波动系数，这与绝大多数对冲基金是不同的。他曾经说，波动很大的 15% 的年回报率当然好过平稳的 8% 的年回报率。可是，大多数基金经理不敢那么潇洒：基金评级公司会给你很低的评级，投资者也会敬而远之。

你和我，以及其他真正的长线投资者只关心 10 年，或者 20 年甚至 30 年以后我们的退休金是否足够的问题，我们并不太关心短期的波动和其中上上下下的过程。这当然是在股市赚钱的唯一方法（除非你创办一个基金，变成卖铲子的人），不仅节约了交易佣金，也避免了买进和卖出时机上的错误。2011 年 5 月，美国最成功的基金经理之一退休。当人们向他讨教成功的秘诀时，他说，**秘诀在于不交易或者尽量减少交易**。

也有些基金经理认为对冲基金在资金来源方面的不稳定性不是什么了不起的缺点，因为投资者的抽资也可以把坏事变成好事：迫使基金经理经常把资产组合中的烂苹果丢掉，把钱归还给投资者。但我看这还是个问题：**说到底，基金经理成功的第一诀窍是有钱管理**。

最近，我读了几本关于对冲基金的书，比如 *Diary of A Hedge*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fund Manager（by Keith McCullough）。除了它的娱乐价值以外，作者在整本书中就是吹嘘自己如何工作卖力，思维敏捷，投资成功和赚大钱。但是，我的结论是，作者和其他对冲基金经理们只不过是运气好而已。他们的分析一半正确，一半错误。当他们正确的时候（或者运气好的时候），他们赚大钱。可是当他们运气不好的时候（或者看错的时候），他们亏的是别人的钱。这是一个很不公平的游戏。

这几年，有很多极端聪明的人放弃或终止对冲基金的游戏。他们终于明白几个道理：第一，不管你多么聪明，多么卖力，想把宏观经济和企业的基本面真正弄明白，是非常不容易的；第二，即使你弄明白了，也不见得就能赚钱，基本面长期内可以被另外的各种因素所抵消；第三，在短期内，甚至中期内，运气永远是最重要的。

做对冲基金的聪明人虽然花很多时间研究企业，但是他们把更多的精力用在一个先天就无法解决的难题上，即把握买进和卖出股票的时机。所以他们成功的概率大大降低了。他们发明了这个观测指标、那个观测指标，但是这些指标都有缺陷，都有不灵的时候。当然，他们还有很多其他方法（其实是迷信），比如技术分析，涨跌股票的个数比例，“一月效应”，“五月份卖，度长假”，等等。

香港的报纸和杂志上到处是轻浮的和随意的股票买卖建议。人们也喜欢用“炒股票”这样的词语来对付他们的读者，实在不负责任。如果用这种态度来投资，你如何能够取胜，或者跑赢对冲基金呢？大家急不可待地预测股票市场的走势、恒生指数下个月或下个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度的点位，以及某只股票（或者汇率）在几个星期或几个月内的变动，我看实在是不明智的。

最近，我读了一本在美国很畅销的书，*Stock Market Wizards: Interviews with America's Top Stock Traders*（by Jack D. Schwager），它讲的几乎全部是天才交易员们（或投资者们）如何在短期内战胜股票市场、炒股票的。作者在书中讲了无数在我看来完全是雕虫小技的东西。这些雕虫小技并不可复制：它们在某些人的身上成功了，不等于可以在你的身上成功；在某个阶段成功了，不等于可以在其他的时候成功。我觉得，这种书投资者可以不读，不会有任何损失。

由于制度上的原因，绝大多数对冲基金的表现平平。只要你我坚持长期投资的理念，很容易战胜对冲基金。但是我们无法战胜对冲基金的基金经理，除非我们也跟他们一样，开始卖铲子。而卖铲子跟挖黄金在商业模式上是不一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回购，瘦身，投资于自己

有一次，我到伦敦的 GIM（Global Income Fund）环球基金公司餐叙，获赠一本有趣的书：《局外人：八位非传统首席执行官和他们极其理性的成功蓝图》（*The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*），其作者是威廉·桑代克（William N Thorndike）。此书简单易读，它讲了八家美国上市公司在过去 40 ~ 50 年内持续为股东创造超高回报率的故事。这八家公司有几个共同点：

（1）长期、大量地回购自己的股票。比如，特利丹公司（Teledyne），在 1972 到 1984 年，从公开市场回购了自己公司的 90% 的股票！华盛顿邮报公司仅在 2009 ~ 2011 年，就通过回购把股数缩减了 20%。食品公司罗尔斯顿（Ralston）回购了自己 60% 的股份。它的 CEO（首席执行官）说，投资于自己是把握最大的投资，因为所有一切都在自己的掌控之中。

其实，任何并购和资本支出都必须跟回购股票的收益相比较。这是一道最低的门槛。减少股份，可以增加 ROE（净资产收益率），提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高资金使用效率，也可以增加每股收益和含金量。现金太多，就容易浪费，容易投资愚蠢的项目。过去5年，石油公司埃克森美孚（Exxon Mobil）回购了25%的总股数。另外，思科、苹果、IBM和甲骨文这四家公司光在过去12个月，就一共回购了900亿美元股票。大幅度分红当然好，但由于分红需要交两道税（公司层面、股东层面），所以，回购股票（不涉及税收）是最好的回馈股东的办法。可以一边回购股票，一边借款扩张（利息费用进成本）。

（2）只要价格合适，管理层随时乐意把主营业务卖掉，做减法。在中国，把主营业务卖掉会涉及一些额外的问题：管理层干什么去？第二套账目（或者第三套账目）的问题、历史上的黑洞问题、权利问题、人事安排问题、面子问题。

（3）另外，这八家美国公司随时准备并购别人。美国有线电视公司TCI在1973～1989年，做了482项并购，基本上每两周并购一家企业。当然，要买，就必须有人愿意卖才行。中国人认为只有“撑不下去了，才卖”，所以，想买的人也就买不成。

（4）不到万一，这些美国企业不愿意增发新股。他们几十年下来，要么股数大减，要么不变。General Cinema公司的CEO，迪克·史密斯（Dick Smith）觉得增发新股很痛苦，就像挖他的祖坟一样。在他的任期，他回购了公司33%的股份。他们做回购有时是在市场内买，有时是拍卖式定额回购。比如，公司现在准备回购8亿美元股票，价低者得，收完为止。过一段时间，现金多了，再重复。

TCI的CEO马龙（Malone）在任期内，回购了40%的总股份。他非常强调节省。该公司在美国各地的有线电视业务全部用落后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或者被证明了的）技术：让先烈们去发明、开拓和证明。先烈们的背上经常插着箭，他们往往被乱箭射死。(We lost no major ground by waiting to invest (in new technology). Unfortunately, pioneers in cable technology often have arrows in the backs.)

这让我想到巴菲特的一句话。他曾说，去太空旅游当然是激动人心啦，不过我很乐意把这份激动让给他人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

踩着舞步去上班

前不久，我读了一本好书。它收集了巴菲特几十年来的文章，由巴菲特的朋友卡洛·卢米思（Carol Loomis）编辑。我觉得此书很有趣，文笔也很优美。有涉及投资哲学，也有涉及企业管理的道理。我从中摘录出15条精华，算是我的读书笔记，与大家分享。

（1）巴菲特说，他每天踩着舞步去上班，因为他开心。他只跟他喜欢、尊敬和仰慕的人打交道。（I tap dance to work. I do business with people I like, respect and admire. He leads an unhurried, unhassled, largely unscheduled life.）

（2）有人说，“我很讨厌我现在的工作。我准备只干10年。然后，我就……”。对此，巴菲特说，“这种话就像等到老了再做爱一样奇怪。”（That is a little like saving up sex for your old age.）

（3）巴菲特引用某人的话说，投资者的不幸都是由于他们不能安安静静地等待。（All men's misfortunes spring from the single cause that they are unable to stay quietly in one room.）

（4）巴菲特认为，企业向投资银行征求配股和并购等方面的意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见，投资者向经纪人征求股票买卖方面的建议，就像问理发师，“我应该理发了吗?”（Do not ask the barber whether you need a haircut.）

（5）巴菲特认为，上市公司用自己本来就低估的股票作为货币（对价）去收购别的企业，简直不可理喻。

（6）巴菲特认为，不要见上市公司的管理层。见他们有害。你会被他们的忽悠所影响。我怎么发现中国石油（PetroChina）这只股票的投资机会的？请潜心研读。（We read-that's about it.）

（7）巴菲特说，如果企业处境困难，不要指望能干的管理层扭转乾坤。只投资傻瓜也能管理的企业，因为傻瓜迟早会来当政的。（We have not learned how to solve difficult problems. What we have learned is to avoid them. I want to be in businesses so good that even a dummy can make money . . . Someday a fool will come to run the business.）

（8）巴菲特认为，资金最紧张的时候就是投资的最好时候。（The best time to buy assets may be when it is hardest to raise money.）

（9）巴菲特认为，买便宜货你好像占了便宜，但是它的问题一个接着一个。如果你需要持有很长时间才能变现，你的持有成本就会要你的命。时间是好公司的朋友，烂公司的敌人。（Any initial advantage you secure will be quickly eroded by the low returns that the business earns. . . Time is the friend of the wonderful business, the enemy of the mediocre.）

（10）巴菲特发现了企业的“机构通病”：企业转向其实很困难；企业只要账上还有钱，就有人会想方设法把它花掉；很多投资项目本来很愚蠢，但是企业内部策划部总能找到采纳的理由；大家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都爱模仿同行。

（11）巴菲特认为，投资的要诀是，买的东西好，价格合适。何时卖不重要，因为你本来就留足了空间。（Never count on making a good sale. Have the purchase price be so attractive that even a mediocre sale gives good results.）

（12）怎样发现好企业？巴菲特说，你碰到时就会知道。就像碰到美女一样。（The truth is，you know them when you see them.）

（13）投资者一定要控制风险，不能把种子烧掉了。巴菲特在他的公司的墙上有个帖子：You only need to get rich once.（你只需要发一次财。）

（14）巴菲特说，投资者不应该关注某个行业未来会怎样改变社会，怎样高速增长。重要的是，投资对象（企业）究竟有无持续的竞争优势。

（15）20 世纪，道琼斯指数从 66 点涨到 11497 点。在 100 年的时间里它涨了 174 倍。但是，平均每年的复合增长率是多少？你猜猜吧。只有 5.3%！现在投资者所期望的年回报率总是太高，结果当然只有失望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

高收入的穷光蛋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的商业模式和执行力很重要

分析企业最重要的变量无非是三个，一是诚信，二是商业模式，三是执行力。诚信这东西很好办，只要静静观察几年便知，有时间听听业内的或该公司的上、下游供应商或顾客以及中下层员工的窃窃私语就够了。如果你实在不放心，可以用分散股票风险的办法来解决。

一家公司内部可能有好几个业务板块，它们的商业模式是不同的，总的分类无非是轻资产型或重资产型，劳动密集型或资本密集型，自营或代工，顾客是集中几家还是面向大众，成本如何确定，产品价格是受管制还是完全放开，业务量可以放大和延伸还是一个萝卜一个坑（比如审计行业、理发业或者系统集成）。银行是靠吃利差，还是靠收费增收；买了汽车之后，提供多少年保修或赔偿；广告公司有多少风险；保险公司暗藏多少风险；零售企业如何付租金，如何与供货商返点；技术公司在专利费和特许费方面变换复杂，存货由谁承担损失，有无买方信贷或卖方信贷，以及如何与经纪人的分账，等等。**泛泛而谈，很难说哪种商业模式优越，哪种商**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业模式落后，关键是要理解每家公司如何生存，如何赚钱，现金如何进账，隐蔽的风险在哪里。

巴菲特和他的合伙人查理·芒格（Charlie Munger）都很不喜欢资本密集型的行业，因为这个行业前期投入太大，风险太大。而且，遇到经济下滑时，这样的公司容易出大问题。但是，他们投资了很多重资产型的公司的股票。可见，在巴菲特的眼里，优秀的管理层比商业模式更重要，或者可以弥补商业模式的缺陷。比如，几年前他们就持有伯灵顿北方铁路公司（Burlington Northern）22.6%的股权。在2009年11月，他们又在市场价格的基础上用31.5%的溢价收购了全部的剩余股份，并把该公司私有化。单单是这一项后续投资就花费206亿美元。铁路不可谓不是重资产型的公司。而且，巴菲特还花巨资投资了几家航空公司，包括很不成功的投资，比如美国航空公司（US Airways），和很成功的投资，比如NetJet（一家没有上市的商用飞机租赁公司）。此外，巴菲特还投资了一些其他的资本密集型的公司，比如中国石油（赚了也卖了）和康菲石油公司（ConocoPhilips，亏了并且卖了）。当然，大家不要低估了乐购（Tesco）超级市场连锁店的资本密集程度（即固定资产占总资产的比重），这也是巴菲特的爱股之一。

巴菲特喜欢保险公司，因为保险公司在保费收入与赔付额之间有一个巨大的差额（利润），而且在时间上，收保费与最终的赔付有一个相当长的差距。这就是免费的贷款。有句大实话：占用别人的钱财好过自己的钱财被别人占用。但是，这并不代表所有的保险公司都是好公司。零售企业虽然也占用供货商的资金，但巴菲特对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数零售公司所面临的激烈竞争的状况很担心。

一个理发师（或者审计师、律师）平均每天赚 1 000 元，那么你聘用 10 个理发师就可以赚 10 000 元。这就是一个萝卜一个坑的例子，利润比较难以放大。相反，微软的软件开发成本相对固定，但销售额可以无限增长，而对成本的影响很小。也就是说，它的边际成本下降了。这也就是为什么资本市场喜欢软件公司而不喜欢系统集成公司的原因。在一定范围内，零售企业有点放大效应，但它们的放大效应比较有限。批发企业就好多了，银行业的放大倍数算是不错的，房地产业也是如此，但建筑安装业的放大效应就很差。医药公司面临很高的风险（研发失败太正常了），可是，一旦成功地发明一个商业化的专利产品，它的利润就有很大的扩张和放大效应。

我对企业的执行力体会很深。有些公司本来运气很好，在一个不错的行业，外围的条件也不错，可是因为执行力太差，业绩和股票就很不争气。什么叫执行力？打个比方，几个咖啡杯子放在客厅里的茶几上，全家人都认为这些杯子应该拿到厨房里去洗洗，再放到柜子里，但谁也不想放弃电视里的球赛转播，所以这些杯子一直放到半夜大家入睡前或明天早晨还在客厅里。

执行力的好坏在国企和民企有不同的表现。民营企业执行力差也许是因为大股东变懒了，性格上有问题，或者事无巨细的工作方法限制了众人的积极性。在国企，执行力弱也有多种原因：也许是几个高层各有后台，所以不太和睦，什么事也做不了；也许是政府主管部门干预太多，所以董事会做不了决定，而且即使做了决定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也容易被上面推翻；还有一个可能性是，高层管理人员没有适当的激励机制，对公司的营运结果不太在乎，或者虽然有激励机制，但其他来源的好处也许更吸引人，或者是，虽然有激励机制，但没有惩罚制度，所以形成了铁饭碗和大锅饭。光有激励制度不行，它只能给大家美好的愿望，但不能刺激勤奋。要大家勤奋，就必须有鞭策。

在一家公司内部，5个董事可能都完全赞成某项资产应该尽快处理掉，不然其市场价值会不断下降。开会时，5个董事个个慷慨激昂，但散会了，谁去主持操办这件事？功劳如何分配？有真正的问责吗？

有人需要拿出一个方案或实施步骤，可能需要去与各个监管部门沟通。与这些部门沟通时，免不了会遇到各种障碍：社会和谐会不会受影响？资产如何评估？高层如何再安排？最后，主办这件事的副总裁可能会心想：“我何必惹这个麻烦呢？”当大家的热情消逝时，这件事也就束之高阁了。如此反复，大家也就成了习惯。

在国企，执行力不够还有一个原因，就是人太多，不干活的人太多，这使得干活的人不开心。时间一长，原来干活的人也就变成了懒汉。比如，要做某件事，本来只需要5个人，但公司里人多，大多又不对路，或者南郭先生很多，结果每次都是那么几个能干的人在忙碌。公司本应该裁掉一些无用的人，再招些有用的人，但这样做太难。而且，上级主管领导还不断往公司里“塞”亲友，有时不干活的人的存在使干活的人很愤怒，所以大家都不愿意干。三个和尚没水喝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主营业务不是“宗教枷锁”

我经常听到上市公司的高管们说，他们发现了一项十分有吸引力的生意，但由于不属于他们的主营业务，所以只好放弃，或者只能让董事长的私人公司去经营。不少公司的主营业务已经江河日下，但也不敢跳出主营业务的范畴，只好让上市公司不断萎缩。窃以为，凡此种种实在太遗憾了。

首先，每家公司不论上了市也好，未上市也好，都应该尽量有个重点或核心竞争力；企业应该抵制诱惑，避免资源过于分散。这都不错。不想做将军的士兵就不是好士兵，不想成为世界500强的企业就不是好企业吗？这未必。成千上万的公司最终永远不能成为世界500强，但它们在创造股东价值方面依然可以非常成功。而反观世界500强的公司在股东利差最大化方面未必都令人满意。**绝大多数成功的中小企业的最重要和最突出的核心竞争力就是不把“主营业务”当作“宗教枷锁”，在业务内容和经营方式上灵活善变，当一个产品的生命周期见顶或开始下行时，它们能急流勇退，或者早就采取了“狡兔三窟”的风险防范办法。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先容我列举几个成功转型和不屈服于“宗教枷锁”的例子。

1. 恒安国际（1044. HK）10 年前刚到香港上市时，只生产和销售卫生巾。后来它发展到生产和销售纸巾、手巾，2008 年又通过并购和自行发展的方式开始了休闲食品的业务。它们每项业务都做得很有规模，颇具赢利能力。管理层常说：“你不能等到主营业务出了问题或者走下坡路时，再去寻找下一个增长点。”10 年来，他们苦口婆心地不断把这一理念灌输给投资者和分析师们，获得了广泛的支持。

2. 康师傅（0322. HK）10 年前只生产低档的方便面，但 10 年来，它的转型十分令人称道：先是茶和果汁，后是休闲食品和饮用水。以后呢？它每次转型都遭到基金经理和分析师的看空，但管理层信念十分清晰，中长期来看也是十分明智的。

3. 苹果公司原来只是一家电脑生产商，可是现在它的 iPhone 和各种新奇的小产品风靡全球。富士和柯达相纸公司也一直致力于与时俱进。IBM 在几年前选择完全退出它以前的主营业务，以求在咨询和软件等方面大展宏图。中国的电脑厂商、家用电器厂商、电视机厂商等不见得都应该“战斗到最后一滴血”。做减法甚至做除法也可以是十分英明的战略举措，也可能比“战斗到最后一滴血”更加明智。有些人觉得退出主营业务好比是出卖祖先或者出卖儿子，这种“宗教”感情大可不必。

4. 比亚迪 2004 年收购陕西一家汽车厂开始做汽车生意时，被市场人士骂得厉害：为什么不专注做电池这块主营业务？今天，比亚迪是汽车界的明星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一家企业偶然遇到了一个赚快钱的机会，这个机会也许是一次性的，比如代客户进一笔货，或提供一个咨询，或者兼并一家实在便宜的企业，或者购买一只股票，等等。这种稍纵即逝的机会为什么要放弃呢？这种机会主义的行为不是一夜情，而是管理层警惕性高，反应敏锐的表现。为什么故作清高，放弃赚取“阿堵物”（钱）的机会呢？

一家企业特别是中小企业，应该每天重新审视自己的产品线和战略，愿意做加、减、乘、除。这种态度在瞬息万变的当今世界尤其重要。当被问及主营业务时，某企业高管十分明确地回答：“我们的主营业务是为股东赚钱。”我佩服他不向宗教低头的精神。

究竟是单一业务的企业好，还是综合性企业好？这个辩论由来已久。这就好比时装一样：究竟是喇叭裤好看，还是紧身裤好看？在金融界，混业经营好还是分业经营好？谁知道呢！巴菲特的旗舰公司从来就是综合企业，内容涵盖保险业、制造业、饮料业、银行业和零售业，等等，可是谁也不敢质问他。

在中国，综合企业有特别的优势：一是在新兴市场，产品的生命周期越来越短，所以企业必须灵活应变；二是企业家们必须随时捕捉冒出来的机会，不能僵化；三是政府在决定企业命运的事情上起着重要作用，所以企业主在与某个地区的许多监管部门打了很长时间的交道之后，实际上就好像修建了一条高速公路一样，应该在这条公路上尽量多跑几辆车。

有人可能会问：“2006～2008 年你在深圳控股有限公司时不是也强调主营业务吗？”不错，深圳控股在 2006～2008 年的 3 年内处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

置非核心资产16项，收回资金45亿港元。但更准确地说，它处置的资产是赢利水平低、前景暗淡的资产，与主业或非主业没有关系。

美国的通用汽车公司几十年如一日，长期坚持做汽车，一直做到破产；美国的通用电气公司从来就是综合企业，活得很好。只有赚钱才是硬道理。如果没有钱，再纯洁的公司也没用。

我的结论是，**当你发现了新的赚钱机会时，请你“大胆地往前走”，不管它是主业与否。当你发现主业在走下坡路时，请记住“退一步，海阔天空”**。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三种企业三种命运

股市中人多显浮躁，在潮涨潮落之中往往容易忽略大趋势。近来，我把自己研究过的公司进行分类，似乎对把握趋势有所帮助，祈与读者诸君探讨。

在我看来，中外大多数企业可归纳为三类：一类是自然垄断型，或称基础设施和公用事业型；一类是昙花一现型；还有一类是疲于奔命型。这三类不同的企业各自有其不同的命运，股民只有认清了公司的性质，才能保证在股市上少亏钱。

第一类是自然垄断型企业。自然垄断在经济学上的严格定义，是说独家垄断经营的总成本小于多家分散经营的成本之和，其特征是规模经济非常明显，且前期必须投入大量不能收回的沉淀成本，常见于公共基础设施产业。

当然，我们在这里所指的自然垄断型企业，也包括很多严格意义上不是自然垄断的公司。因此，除了大家通常所提及的收费公路、港口、桥梁、机场、有线电视、供水、供气和电信等行业的企业，自然垄断型企业还包括像微软、英特尔这样的公司，以及真正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意义上的生物化学和医药公司——当然，这种公司在中国不多。

有少数工业及消费品企业在开工初期或者刚刚进行了技术改造、收购、扩大产量之后的一两年内，也会类似于自然垄断型企业。

这类公司有一些共同特点：耗资巨大，前期风险很大，建设期有诸多不稳定因素，利润为负或者很低，现金流更是负数。可是，一旦它们的工程竣工，资本投入停止，风险就大大下降。

这类股票往往市盈率很高，但股票市值除以现金流并不高，因此看起来很贵，其实不贵。

加之由于其垄断地位，这类企业的定价能力比其他工商企业强，对管理层的管理水平要求也更低，而且不需要太多的研发支出。因此在我看来，**自然垄断型企业永远是最佳的投资目标**。

第二类是昙花一现型的企业。这类公司一般都有一个美丽的故事：新技术的发展、新矿藏的发现、名人参股、环保概念、珠江三角洲概念、西部开发概念、奥林匹克概念……诸如此类，不一而足。可是，股民进去容易，出来且难，一套便是几年；进入时交易量活跃，一阵风吹过，交易量便停了下来。

昙花一现型企业还包括一些工业和科技企业。它们只要某一个产品畅销，股价就会飞涨，但一旦竞争者加入，价格立马下跌。此外，新的发明、新的监管规则以及消费者的新口味，也可能使本来正常的企业昙花一现。

最后一类是疲于奔命型的企业。“疲于奔命”这个词有些残酷，但事实就是如此。大多数工业企业，包括消费品制造企业，均属此类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类企业需要大量资本支出，面对的是变幻莫测的原材料和产成品市场。收款难令人头痛，质量控制更令人头痛；因为没有进入障碍，每天都遇到新的竞争者，因此必须进行没完没了的研发和设备更新。它们有了第二代产品，就要担心第三代产品，然后是第四代、第五代；今年赚了 2 亿元利润，必须投资 3 亿元进行研发和设备更新，明年再赚 5 亿元，又必须再投 6 亿元……

这类公司的现金流状况一般很差。经常发生的情况是，一些做了多年股东的人回头一看，公司越做越大，自己却什么也没得到，而新股发行已经进行了很多次，直至现金流越摊越薄。

哪怕是具有“知名品牌”的此类企业，日子也同样不好过。品牌虽然很重要，但却十分脆弱，全球范围内众多品牌公司的倒闭即是明证。何况在中国现今的制度环境下，纯粹的品牌建设几乎难以生存。

说到底，对企业而言最实在的是利润，特别是现金流，而且是源源不断的现金流。疲于奔命型企业缺的就是这个。

因此，我个人认为，昙花一现型公司的股票无疑风险较高。**我们应该购买现金流强劲的股票，以及能削减成本的股票，包括零售股、地主股（不是地产股）、自然垄断及自然资源股。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高收入的穷光蛋

如果一家公司每年赚取大量利润，这家公司会穷吗？会的。让我拿国家做例子。中国过去30年国内生产总值增长很快，而且毫无疑问，它在可预见的未来还将高速增长。但是中国人的财富并不会以同样高的速度增长。原因何在？在环境恶化、贪官污吏的浪费及财富的外流等原因之外，低质量的增长是尤其值得关注的因素。

比如，中国的城市每天尘土飞扬，建房子、修马路，修了拆，再修再拆。这些“经济活动”都是国内生产总值的一部分，但是20年过后，这些城市还是一个巨大的建筑工地，而不是一个舒适的家园。也就是说，中国人每年收入很高，但财富很少。某智者曾半开玩笑地建议发达国家政府雇用大批工人把黄金埋到地下，然后再雇用另一批工人把黄金挖出来，如此重复，以刺激就业和国内生产总值增长。该智者万万没想到，几十年之后，他的玩笑在中国变成现实。我们建豆腐渣楼房，便创造了国内生产总值，拆的时候也要雇用工人，也创造国内生产总值，再建再拆，同样创造国内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产总值。

可是，这跟股票投资有何关系呢？关系非常紧密！因为在我们的股市里有很多收入高但财富少的公司。常听到有人说，某某股票“才15倍市盈率”，真便宜。可你认真想想，也许这家公司根本活不了三五年。股民们买的实际上是一条慢慢下沉的船，5倍市盈率也太贵。像这样下沉的船一眼望去，比比皆是。有些上市了，有些还没有，有些聪明的企业主趁他的船尚未完全下沉时，赶紧上市，或者将资产注入上市公司，他就跟股民大众“分担”了沉船之痛。很多夕阳产业玩的都是这个游戏。

有些公司虽然不是“沉船”，但它们的周期性很强，今年明年赚3亿元利润，后年亏损5亿元。谈论它们今年或明年的市盈率是没有意义的，如果你对某公司在下一个周期来临时的存在性有疑问的话，只能把它当“沉船”对待。

中国有大量的公司就像中国的经济：收入高，但财富少。它们的销售收入很高，但利润很低，而且，可怜的一点儿利润还被应收账款占用了，所以现金流很少，甚至为负。这类公司虽然众多，但还不是我讨论的重点。

我所指的收入高但财富少的公司有两类：一类是那些只会重复做同一种产品，而不会提升技能的公司，比如那些只会生产纽扣但不会革新的企业。某一天大家都不再用纽扣了，它就完蛋了，因为它至多只有“卖油翁”的手熟而已。另一类公司更隐蔽，它们要把每年赚的钱用来更新设备和技术，大搞研发，只有如此，才能生存。这样的公司只有快跑才能保证不落后。它们虽然可钦可敬，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者要自问：能做它们的股东吗？

大量的制造业和科技类公司都属于此类。它们的利润水平不错，但很少有现金分红，因为它们要再投资，也需要不断地从股市中抽血，它们的净资产收益率很高，令人佩服。在它们中偶尔也会冒出一两个幸运者（比如微软），于是股民万众便大唱赞歌，但忘记了两个基本事实：第一，这一两个幸运者的旁边，躺着大批失败者；第二，在幸运者脱颖而出之前，发掘它是很难的。

科技是人类进步的基石，但也常常是股票投资的陷阱。世界上不少科技公司每过几年便发现它们的厂房、设备或失败了的研发项目需要因技术进步而撇账注销，或者花天价收购来的公司或资产要摊销或撇账，这样的公司年年要对它们的复杂的“股东权益”做调整。大多数股民看不懂，只能看分析师报告中的资产或 Proforma 利润增长率。

什么叫 Proforma 利润增长率？大意是指，在其他情况都不变的情况下的实际利润的增长。可是，无辜的股民是否注意到，你的公司在过去 5 年花 8 亿元建的那家厂现在因科技进步而过时了，要撇账？而撇账使股东权益缩小，人为夸大净资产收益率。Proforma 的意思无非是说，如果公司在过去 5 年没有花 8 亿元盖那家工厂的话，今天我们也就不需要为它撇账，我们今年的利润就会比去年增长 20%，而且净资产收益率就会保持在 17% 的水平。

科技公司和制造企业特别喜好溢价收购，收购时出价高于净资产的部分便在会计上成了商誉。公司管理层会告诉你：“虽然撇账甚多，但如果没有这个撇账，本公司赢利增长和净资产收益率还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骄人的。”当你做这样的公司股东 10 年之后，你会发现，你既没有分到多少红利，也没有多少资本增值，它每年的高收入不断重新投入过几年又要撤账的建设项目，就好比中国城市的楼房建了拆，再建再拆一样。你还是一个穷股民。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光有利润高增长还不够

我最近读了麦肯锡的一本新书，《价值：企业财务的四根支柱》（*Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance*），大有温故而知新之妙。本书是作者20年前的杰作的更新版，这次我体会最深的是如何看待企业的利润增长率。作者很严谨地证明了，企业利润的快速增长难以持续；其次，即使可以持续，也未必能给企业带来真正的价值，原因在于资本回报率可能太低（低于资金成本）。资本回报率太低可能有多种原因，比如商业模式上的缺陷。而这种缺陷是无法用高增长来解决的。

股票本身没有什么好研究的，值得研究的是企业。我觉得有一个常识性的结论应该在此一提。一家企业是否上市，对它的内涵价值是没有任何影响的。只有当上市集资时企业的估值超过企业的内涵价值（让新股东做冤大头），这种IPO行为才有增值。当然，上市有助于企业的后续融资，但是对于大多数大中型企业来讲，上市地位对于融资的影响是不大的。最重要的一点，新筹集的资金是否能够增加企业的每股内涵价值，这还是个大问号。对于大量的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来讲，上市集资只是为它们摧毁股东价值提供了一个更好的平台。

在谈到为什么美国股票长期比亚洲股票昂贵的原因时，麦肯锡的人说，虽然亚洲企业的利润增长率比较高，但是它们的资本回报率却远远低于美国公司。比如，2007 年，美国上市公司的平均运营资本回报率（ROIC）为 17%，而亚洲公司的为 10%。很多亚洲公司把股票的上市地搬到美国，想沾点光，不料变成了“孤儿股”。从中长期来看，股市是不傻的。股票的估值终究取决于企业的价值，而企业价值的核心是 DCF，即未来现金流量的折现值。美国公司的利润增长率虽然不高，但是它们的毛利率很高，从而资本回报率很高。

而且，由于美国企业的资本支出一般不大，所以，它们的很多企业成了名副其实的收割机或者印钞机。股票市场特别钟爱那些像印钞机的公司。凡是做过企业估值模型的人们都知道，资本支出巨大的企业往往估值很低，它们的前期投入阶段有四个问题：一是建造风险，二是未来回报的不确定性，三是掉头难，四是回报率低。

大量的亚洲公司由于利润率低，所以要么降低分红率，要么不断筹集新的资金，以应付资本支出。当然，这直接影响到企业的 DCF 价值。这几年来，我研究过一家东南亚的水务公司，公司管理层的正派、勤奋和水平都让我很仰慕，但是，它的资本支出很大。根据我的估值模型，这家公司股价上涨的空间不大：虽然它的生意会很快做得很大，但是它会需要不断地融资和摊薄。所以，它每股的利润增长会很慢，每股现金流的增长会更慢。

除了资本支出，有些行业和企业对流动资金的需求也非常大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且难以控制。这同样也会影响企业价值。

麦肯锡的人花了大量的笔墨，用实例解释了为什么上市公司把利润在各个年份推来拉去，谋求一条平滑的利润增长曲线，完全是徒劳和愚蠢；同样，在折旧、费用摊销、税收和认股权证的计价方面所耍的各种小把戏，对于股票价格都是没有意义的。这些，我当然都赞同。

作者把企业的增长归纳为好、中、差三类。好的包括用新产品打开新市场和增加现有顾客的购买量。中级的包括在快速成长的市场中扩大市场份额和收购中小规模的竞争者。差的增长包括促销、进行很大的并购，或者进行技术革新。

此书技术性较强，读起来不如《福尔摩斯探案集》有趣，有些理念也未必完全能让人接受。不过，它推理严谨，案例颇多，实乃必读之经典。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本运作的局限性

最近，有个企业家问我有没有办法把他控制的两家不相关的香港上市公司串起来，也就是，由其中一家来控制另一家。在香港这样自由的资本市场上，这是比较容易的事情，几个月即可完成。只要他把在其中一家公司的股份卖给另外一家即可，支付代价可以是现金、股票或者可转换债券。关联交易方面的有关事情只要小股东们和香港证监会批准就行。

我详细询问了他的意图。原来，他想“一鱼二吃”。怎么讲?他在较大的那家有实质业务的公司的股份已经被年复一年地发行新股摊薄到了32%，如果他想继续控股的话，那么再摊薄的空间就不大了。于是，有人出招叫他把这家公司“装到”另外一家他所控制的较小的公司。当然，这样做的结果是，他在那家“母公司”的持股比例会很高，可以腾出空间让他继续发行新股，再摊薄几轮，把业务做大。未来，这两家公司可以各有业务重点，而老板可以继续保持对两家公司的控制。

同样的道理，很多公司在有了几个业务板块时（尽管总的规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能还不大)，喜欢把它们分拆成几家上市公司。这本来不是坏事，但问题在于他们的分拆方法不对。为了“一鱼二吃”，他们总是用“母公司，子公司，孙公司”的结构，而不是用平行的姊妹公司的分拆方法。

表面上看，“一鱼二吃”的做法很聪明，但实际上不是。最大的问题是，大小股东们都要为这种“母子”结构付出沉重的代价，这种代价因为隐蔽而被大家所忽略。不管“子公司”的估值水平如何，它的价值在“母公司”体系内一定会有很大的折扣。这个折扣通常高达20%～30%，但是中小股票、交投不活跃的股票以及形象不够亮丽的公司的股票会有更大的折扣。为什么？你想想，如果投资者可以随时买到你的那家实质公司（子公司）的股票，他为什么要绕弯路买你的“母公司”的股票呢？要买可以，必须有很大的折扣。这种折扣叫“持股公司折扣”(holding company discount)。

由于这种折扣，母公司尽管有空间发行新股圈钱，但是股价折让非常大，让所有股东蒙受巨大损失，实际上融资额也很有限。聪明的路子是反其道而行之，把这一层层的“持股公司折扣”去掉，让股票价值显现出来，恢复真正的融资功能。这个过程又叫“拆骨”。本人有幸在深圳控股有限公司担任首席运营官差不多3年，做的基本上就是这件事。当时股价反应热烈，公司也乘机多次成功融资。

亚洲和欧洲很多的家族企业喜欢搭建“母—子—孙—重孙”的企业架构，图的是把家族控制权传给子子孙孙，他们牺牲的是快速增长和公司结构的精练。他们的母公司和祖母公司基本上失去了融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资功能，因为股价常年低于重置成本，或者低于净资产或者低于“拆骨”之后的价值总和。他们经常被新派的公司（业务单纯、股权架构明晰、经营理念上无包袱的公司）甩在后面。美国的公司大多属于新派公司。近年来，中国企业在“拆骨”方面成功的例子包括深圳控股、越秀交通、中国海外和神州数码等。大家可以参考。

资本运作有很多技术细节，但均属雕虫小技。律师、会计师和投行人士都会做，而真正的智慧和难点在于把企业的业务持续做好。我多年来观察到很多企业家把他们宝贵的时间用在“资本运作”上，实在可惜：一是杀鸡用牛刀，二是他们虽然不懂资本运作但又要亲力亲为。他们的笨拙让人觉得专业分工确实太重要了。

有些企业家过分看重资本运作，包括和投资者的关系（即宣传），殊不知股价的最终决定因素还是利润，特别是现金流。他们在次要的事情上花了很多时间，耽误了基本面，自己还蒙在鼓里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

“价值洼地”是个危险的词

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的估值并不重要

好几个读者在看了我的小书《一个证券分析师的醒悟》（初版）之后问我，你为什么完全不谈股票的估值方法或者技巧？难道估值不重要吗？

我最直接的回答是，**股票的估值不重要，而且是很不重要**。我在全书中不谈企业估值，是刻意如此。请容我解释。

首先，时间可以熨平估值的多数皱纹。投资的定义是，在一个较长的时期内（比如5到10年或者20年）获得尽可能高的预期回报。如果你接受这个定义，你就会慢慢明白，**你的买入价格究竟是高30%还是低30%，其实不重要。重要的是，你选的公司能否存活那么长的时间，会不会繁荣，用什么样的速度增长**。这个判断很考验你的水平，对投资回报至关重要，但是与短期内股票的估值没有多少关系，因为时间会把估值水平的高低消化有余。况且，股票估值本身就很模糊，需要的是一个很宽的区间，而不是一个具体的数字。

其次，我说估值不重要，不是说我们应该完全不看估值，只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了怕矫枉过正，我逼迫自己转换思维。我认为，**估值必须是选择投资机会的最后一道程序，而不是第一道程序**。投资的出发点不能是先看谁便宜，然后再从一大堆便宜的“价值洼地”中找最便宜的，或者基本面略微好一点的，在矮子里面拔高个儿（寻求 the less bad）。我以前一直都是那样做的。我近年来的领悟是，那种方法往往只会抓住一大堆“烟屁股”和质量马马虎虎的公司。

我主张大家倒过来，把公司的质量放在前面，首先，选 5～10 年内有前途的行业，好的商业模式和公司；其次，再从中选出管理层质量高的公司；最后，再看估值。如果估值不是特别离谱，我就会买它。在高质量和低估值这两个标准上，经常会有冲突。巴菲特说，**我们应该在估值方面稍微将就一点，而在企业质量和前途方面尽量提高标准**。他的原话是：“It is far better to buy a good company at a fair price than a fair company at a good price.”

换句话说，我现在正在把投资理念从寻找便宜过头的烂公司转为寻找贵得不够的好公司。听起来，我似乎在玩弄文字游戏。但是，业内人士知道我不是。这两种策略的目标公司群（股票池子）是不同的。

不少人（包括鄙人）声称自己是价值投资者。2006 年，我到一个价值投资者的办公室开会。他把他的资产组合（30 多只股票）拿给我看。我大吃一惊：我的天哪！他持有的全是让人瞧不起的公司的股票！有各种严重缺陷公司的股票！我直言不讳，他很有抵触。然后，他问我的持股名单，我也如实相告。他认为我所持有的公司也大都是缺胳膊少腿的低质量公司。我虽然不能够接受他的批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评，但是，我确实开始怀疑我多年以来的投资方法。我的顺序错了。我一直躲开好公司，因为它们乍看起来很贵，所以，我一直沦落在“烟屁股”中寻宝。

谈起投资观念的转变，最近，我很容易地就发现了几个私募的股权投资机会（PE），完全没有别人来竞争。我就问自己，听说神州大地最大的泡沫是私募股权投资，为什么大家好心肠把这机会留给我？我也很快找到了原因：这些目标在 3～5 年内不可能上市（由于监管规则或者公司的规模等原因）。对我来讲，这太好了。我并不在意它们何时上市，或者是否终究上市。一家公司是否上市是不影响其基本面的。在很多人看来，上市和不上市的主要区别是有无机会让新股东做冤大头。我首先假定投资对象永远不能上市，这种心态就能避免有些私募投资人付高价的做法。你可能问我，如果不上市，那你怎么退出呢？答案是，不用退出，企业生意红火，每年分红，而且分红增加，回报率很高，我还不知足吗？这与上了市有何区别呢？哦，还是有区别的：这家企业的高管不会因为上市而去求爷爷告奶奶，会节省不少时间和金钱。

如果一家汽车修理厂（或者餐馆或者补习社）每年给我比较稳定的现金分红 20 万元，那么即使它永远不扩大规模，永远不到股票市场上市，我的投资的内涵价值也不会受到任何影响。你只要用每年的分红额除以市场利息率就大概知道了。作为一个长期投资者，我何必知道它准确的价值究竟是 200 万还是 380 万呢？

你也许觉得我很可怜：你不能从股市退出，那怎样才能“实现你的投资价值”呢？可是，别人想进来尚且不能，我为什么要从一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家好的企业中退出呢？退出之后，我能够找到一个更好的投资机会吗？

既然对于长期投资者来讲，企业的估值不很重要，那么短期投资者是否应该特别关注估值呢？我的答案也是否定的。**在短期内，便宜的股票可以变得更便宜，贵的股票可以变得更贵**。**不理性的股市可以持续很多年**。**所以，即使短炒的人们也不应该过分关注估值**。当然，我已经完全不关心短期（2～3年内）的投资表现，所以其实也无权在这个问题上多言。

多数“价值投资者”都认为，在“价值洼地”寻宝比在贵的公司中寻求贵得不够的公司更能让人睡觉踏实，因为毕竟他们所持有的股票估值“便宜”。我以前也这样认为，但是，2008～2009年的经验显示，一旦出现危机，三线股和四线股跌得更加厉害。原因是它们的股票更容易被边缘化，它们的业务更容易出问题，在经济复苏或者资本市场复苏时，它们又往往被遗忘。

股票的估值是雕虫小技，无须太费周折。挖掘长期持续发展的好公司才是最高境界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“价值洼地”是个危险的陷阱

什么叫“价值陷阱”？看起来便宜而实际上不便宜的股票是也！它们有一个共同特点，就是让你亏了钱以后还不知道怎么亏的。更不可思议的是，多数受害者事后还振振有词地为这类公司辩护，原因是这类公司一般都有致命的诱惑力。

表面上看，它们好得几乎无可挑剔，市盈率不高（10倍以下，甚至5倍以下），负债率可能也不高（甚至处于净现金状况），拥有的工厂和持有的物业或者其他非主营业务的投资都在升值或者已经升值，重置成本远远高于公司现在的账面价值或者股票市值，等等。

本人经常掉进“价值陷阱”，受害不轻，现在略有醒悟。**我把“价值陷阱”归纳为两类：一是夕阳行业的公司，二是不思进取的公司**。不思进取的公司又分为几种情况，包含民营企业家缺乏接班人，老一代惰性渐长或者正在经历人生迷茫（比如枯燥，激情丧失，中年危机或者第二次中年危机，等等），国有企业的制度不允许管理层进取（捆手捆脚），或者管理层自己不愿意卖力，没有动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，而且能力也受到局限，等等。

我觉得有一个小小的指标可以用来辨别一家公司是否懒惰（不思进取）：**看看它的销售额在最近几年的变化（我不是指利润额）。也请看看毛利额的变化（而不光是净利润额）。进取的公司热火朝天，不思进取的公司一潭死水。**

为什么我们一次又一次地掉进"价值陷阱"？我猜想可能有这么几个原因：一是"静态思维"在作怪。便宜股票的便宜是无须争议的，8 倍的市盈率低于另外某公司的 20 倍的市盈率，这不需要辩论。股票价格比净资产（NAV）低 30% 总是好过溢价 30%。但是，我们忘记用动态思维来看问题。如果一家公司能够实现未来 3 年利润翻一番，而另外一家公司的利润原地踏步（甚至下跌），3 年以后的估值状况会如何？

此外，我们也许还有几个问题要回答：利润中是否有一次性的特殊项目（退税收入、物业重估、折旧减少、削减广告费用和资产处置等）？窃以为，**少上当的办法是看公司过去 3 年的平均市盈率，而不是只看当年的数字**。我太极端？可能是，不过这样安全一点。

我坦白，我不断掉到"价值陷阱"的另外一个原因是懒惰。我老是以工作忙为借口不肯花力气去理解某些公司为什么看起来那么贵。也许贵有贵的道理。当然，有些公司的贵是因为投资者愚蠢，但是在另外的很多情况下，它们的贵透露出一种信号：它们的管理层进取，它们有健康的高成长。也许它们还贵得不够呢！而要能够正确地做出这种判断，就要做很多功课。相反，懒惰的人只需要比较各家公司的估值水平就行了。那多简单！一张可比公司的估值水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平的比较表每个人都会看。这件事很简单，所以没有价值。

巴菲特说，这样按图索骥买股票不需要技巧，而只有买那些看起来贵而实际上不贵的股票才考验水平。国内流行的“价值洼地”是一个非常危险的陷阱！它意味着主要是（或者完全是）估值水平的比较。近来，每当听到这个词的时候，我就皱眉头。其实，公司之间是不可比的，至少不可以简单地用数字来比较。

有一个道理，我直到最近才开始有点明白：**有净现金的公司如果不分红，跟你股民何干？重置成本很高的公司，或者资产升值了的公司如果不处置资产并最终分红，跟你股民何干？**当然，这些道理适用于任何种类的企业，但是，作为一个股民（或者少数股东），我们要自卫。如果我们看不到大股东的诚心、激情和改变现状的愿望，我们有什么必要跟着他耗费时光呢？在有些“价值陷阱”的公司，管理层在老的游戏玩完了之后，无法找到新的游戏。这本来很正常（公司的使命终结了），只是他们应该把公司清盘卖掉，把钱分给股东。但是谁愿意放弃控制权呢？难道你想要他们的命吗？他们中有些人把公司变成了私家企业：全家老小吃喝玩乐都在公司报销（这不光是中国独有的问题）。股民们干着急，一点办法都没有。你坚信他们应该（或者必然会）把控制权交给他人，新的东道主能够让企业有一个新生，但是你只能无限期地等待。如果股票价格跌得厉害，那正好：他们便用超低的价格把公司私有化。谢谢！

在国内市场上，股民们追捧小股票，这并非完全没有道理，因为大公司增长太有限。而且大国企的社会负担太重，难以前行。只是小股票被追捧得太过分。在海外市场上，很多特大的和特小的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票都成了“价值陷阱”。本人多年来热衷小公司和小股票，但最近有一个新的想法：有些小公司完全被遗忘也许有它的道理。如果一家公司在打拼了十几年甚至二十几年以后还不能长大，也许行业有问题，商业模式有问题，或者管理层有问题。这三个可能性都不好，当然也就只能有一个结论：你不应该买它的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高成长率与估值陷阱

在其他条件相同时，利润增长率较高的股票（或者公司）当然好过增长率较低的股票（或者公司）。但真正理解这句大白话和在实践中适度地把握可实在太难了。我们要么对增长率的差异重视不够，要么过分看重增长率而忘乎所以，忘记了估值的合理度。美国人发明了一个叫 PEG 的东西，也就是用市盈率除以公司的利润增长率，如果比率高于 1（比如 40 倍市盈率除以 35% 的净利润增长率），那么这只股票就太贵。如果比率低于 1（比如 31 倍市盈率除以 35% 的净利润增长率），那么这只股票就太便宜。在互联网过热的 20 世纪 90 年代后半期，美国人把这个本来就漏洞百出的理论推到了滑稽的地步。

比如，某分析师预期某科技网络公司明年利润可以增长 90%，所以这只股票现在 82 倍的预测市盈率太低了。大家可以很明显地看出这其中的问题：用哪一年或哪几年的利润增长率？如果一家公司从亏到盈怎么处理？如果某公司今年赚 200 万元的利润（微利），而明年恢复正常，预计赚取 20 亿元的利润，那该公司的市盈率是否应该为明年预测利润的 1 000 倍才合理呢？明年的预测利润究竟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多少可信度?

互联网泡沫之后，PEG 成了一个臭名昭著的概念，但把这个概念折中一下还是有用的。其实，它无非是说，高增长率的公司可以有较高的市盈率，低增长率的公司就应该更便宜。这话永远不错，但如何把握一个度? 我觉得，有这么两条框框：

任何公司的利润在中长期来看都是有增长极限的。对于绝大多数公司来说，10% ~15% 的利润复合增长率已经是一个很不错的表现。在 10 年甚至 20 年内，利润的复合增长率达到 20% 或者 25%，只有极少数公司能做到，全世界都是如此。要知道，某些年份的利润下降（或者亏损）是需要随后年份的超高增长率才能弥补的。可是超高增长率谈何容易? 有不少人夸口说："我的公司未来 10 年或 20 年可以使利润的复合增长率超过 50% 或者 60% 。" 说这种话的企业家或相信这种话的股民只是天真而已。有一句大实话大家要记住：**越大的公司越难高速成长，因此市盈率越应该比较低**。表 7 显示的是在 1985 ~2005 年这 20 年间的美国股市表现最好的 25 家公司的情况。它们的股价和每股赢利也"只不过"复合增长了 30% 而已。

表 7　美国股市表现最好的 25 家上市公司 1985 ~2005 年复合增长率

中位数（平均）	市值（百万美元）		复合增长率	
	起点	终点	股价	每股赢利
1995 ~2005	199	4 213	33%	27%
1985 ~1995	134	3 286	32%	31%

资料来源：Factset，ThinkEquity Partners.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你确信某一家公司利润能在未来8~10年每年平均以15%~20%的速度增长，那祝贺你！你真的是找到宝了。这样的公司全世界均为稀有。大家看看表8，世界知名的公司也不过如此。

价值投资和追逐高增长率的股票被人们认为是两种截然不同的风格。这种贴标签的方法实际上有很大问题。比如，价值投资的意思并不是要买烂公司和烂管理层，也不是要买没有利润增长的公司，而是要买好公司，只是在价格上要控制，而且在预测利润增长率时必须留足空间，不能过分看好。**便宜的股票不等于被低估的股票（也许便宜是有道理的，而且还便宜得不够）**。这也就是所谓的“估值陷阱”。

表8　复合增长的威力

	每股赢利复合增长率	股价复合增长率	1995年投1美元到2005年变为（美元）
沃尔玛	15%	15%	4.21
微软	22%	17%	4.77
戴尔	35%	39%	27.68
星巴克	29%	28%	11.43

资料来源：Factset，ThinkEquity Partners.

价值投资者睡觉一般比较踏实，即使企业的业绩不好，也没有关系，因为他们在估值时留足了空间。而高增长型的股票如果遇到业绩比较失望的情况时，会跌得很厉害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的遗憾

大家一般认为，巴菲特的超级成功起源于他 1964 年收购一家纺织厂，并用它作为平台不断投资和增值。

可是近来，巴菲特对一家全球性的财经有线电视台的记者说，他 1964 年收购那个纺织厂是个巨大的错误，它使他 46 年来起码少赚了 2 000 亿美元。显然，这是个天文数字。他是在瞎吹，或者讲俏皮话吗？巴菲特解释说，在收购那家纺织厂之后，他花了很多钱和很多年的时间做善后工作。如果当时他收购的就是一家好的保险公司的话，他的资产净值的增长就会快很多，收拾乱摊子所费的时间和努力就可以省下来投入到资产增值的工作中。

我们无法核实或者验证巴菲特的计算，但他讲的道理是很清楚的：从短期来看，投资高增长的公司不见得比投资低增长的公司有明显的优越性，但从长期来看，区别太大了。复合增长率是一个十分可怕的东西。20 年或者 30 年下来，即使复合增长率的小小差距都可以导致财富的巨大差异。这也就要求投资者尽量看得远一些，不取巧，多关注可持续增长。**巴菲特的遗憾也说明，投资不能贪便**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宜而牺牲了行业的选择和可持续增长的前景。一个低增长或者不增长的项目即使很便宜，最终都可能害你不浅，因为它会阻碍你发达。

我也反思了自己过去16年研究和投资内地和香港股票的经历。我把大师们长期投资的成功归纳为两个要素：所投资的企业必须是一盘好生意（在行业的选择上要注意，世界从来就是不公平的，你的护城河有多宽、多深），管理层渴求利润增长并有能力实现利润增长（勤快并且聪明）。

巴菲特与众多基金经理的区别表现在几个方面。比如，他的公司实际上相当于一个永续的封闭式基金，在投资方面，他可以（和敢于）看得更远，而这对于长期来看的投资回报率很有好处。熊市时，普通基金的赎回压力很大，会被迫斩仓。但巴菲特的公司可以不斩仓，而且可以加仓。在投资标的的选择上，他的眼光可以更长远，因此他成功的概率比较大一些。

另外，巴菲特的投资不是在大量的公司中占小股份，炒炒股票，而是把绝大多数资金投资在几家百分之百控股的企业上，而股票资产组合只是他整个公司的小部分。换言之，与其说巴菲特是一名基金经理，不如说他是一位企业家。当他发现一个好生意和一家好公司时，其出发点是把整个企业用合适的价钱买下来，长期持有和增值，而不是炒炒公司的股票而已。

与多数企业家不同的是，巴菲特本人不去创办保险公司、家具连锁店或者航空公司等，而是在无数已经上市的和未上市的公司中挑选有发展前景的公司，然后用合适的价格买入。他所投资的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否已经上市，或者最终是否上市，对他来说都不重要。

巴菲特与其他企业家的另一个区别是，他不介入企业管理，包括对他全资拥有的企业。在这方面，他更像普通的基金经理。他与私募股权基金的区别在于他所投资的企业从不分拆上市，也不需要通过上市来实现价值。

请不要小看这个区别。私募股权基金在所投资的企业中一般来讲只占小股，目的是几年以后出售，或者等上市后退出。巴菲特在股票以外的公司均为控股性质。这种做法对于投资目标的选择很重要。

严格地讲，一家企业或者一门生意究竟是挂牌上市还是不上市并不影响公司的内涵价值。国人把上市看得很重只是因为挂牌上市提供了套现和“逃脱”的机会，以及公司可以用高价（高于基本面所决定的内涵价值）来圈钱的机会。这种行为会鼓励私募基金在投资时抱有机会主义和侥幸心理。同样的道理，股民在买了股票之后，也因为随时可以撒腿就跑，所以在选股时就没有长远打算，轻视了可持续的复合增长率。

另一位股神林奇（Lynch）在20年前提出了“烟屁股”的概念，指的是前景一般甚至暗淡的公司，临时出现了“价值洼地”，就像别人丢掉的烟屁股一样，你可以捡起来抽它最后两口。我听了林奇的话，试过几次烟屁股，结果把我的手指头和嘴唇都烫着了。后来，我发现这个概念不适合我，还是巴菲特的方法比较适合我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买便宜货可能导致破产

你有没有注意到，不少人非常喜欢逛商场，寻找便宜货。从旅行包到化妆品，从毛衣到皮鞋，只要有大减价，他们每场必到，每次都买回一大堆东西，但不一定是真正有用的东西。看起来这些东西非常便宜，但因为它们并没有实际价值，所以成了主人的负担。主人要找地方放置这些东西。而且，主人本来想节约，结果每个月的开销却超出预算，甚至负债累累。时过境迁，那些便宜货没有用，发霉变质，主人又不忍心丢掉它们，于是乎，只好搞一个大甩卖。

买股票也是如此。有些人看这只股票便宜，那只也不错。突然，一阵大风扫过，一半的股票价格跌没了。强忍了许久，主人才抚摸着伤口斩仓，而斩仓又正好错过了下一轮投机的升浪。主人悔恨不已，却不断地重复。这样的人掉到了“价值陷阱”（value trap）里面，却不能自拔。

多数人认为，巴菲特是个价值投资者，可是有一本书却对这种看法提出了有力的挑战。美国乔治敦大学的一位教授普雷姆·贾因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Prem Jain）在其大作《价值投资之外的巴菲特》(*Buffett Beyond Value*）中认为，巴菲特实际上既是一个增长型的投资者，又是一个价值投资者，而且更多是前者。

1. 要看过去多年的销售和利润。

巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆曾经说过这样一句话："当一家公司能在可预见的未来实现15%的复合利润增长时，那么在理论上它的股价应该是天高。"我对这话的理解是，年复一年15%的利润增长是一个非常不容易的成就；而且，增长率对于股票的价值有着至关重要的作用。巴菲特成功的秘诀好像在于把重心放在公司的增长率上，并且是可持续的增长率，然后再看股票的价格是否足够便宜。普雷姆找了很多的例子证明，对于低质量（以及前景一般）的公司不管多么便宜，巴菲特都是不买的。

对巴菲特的两大投资原则，大家已经很熟悉了：(1）不能只看某一年的市盈率，要看过去多年的市盈率。这个原则很有意思，因为它可以帮你避开那个可笑的、关于究竟用哪年的市盈率的问题。(2）所投资的公司必须足够大，在行业内必须占据领导地位，而且负债率不高。巴菲特告诫大家要避开"价格低，但价值更低"的股票。当然，市盈率高的股票或者昂贵的股票不见得都是具有增长性的股票。

听其言不如观其行，让我们来看看巴菲特的资产组合吧。在2008年底，可口可乐股票是巴菲特最大的重仓股票，占他的所有股票资产的16%。这些股票大多数是20年前买入的。1988年底，可口可乐股票的市净率高达5.32倍，而整个资本市场的市净率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不到2倍。当时，可口可乐股票的市盈率为16.8倍，而标准普尔500指数（S&P 500）的平均市盈率只有12.4倍。更重要的是，在巴菲特1988年买入可口可乐股票之前，可口可乐股票的股价已经从1978年上升了200%。所以，巴菲特不是一个捡便宜货的人。

实际上，可口可乐公司是最标准的增长型的公司。在巴菲特购入可口可乐股票之前的10年，该公司股票的每股赢利的复合增长达到了11.1%。我常听到有些中国公司的高管和股票投资人说："11%真是小意思，我投资的公司可以让未来10年利润的复合增长达到20%，甚至30%。"说这话的人是不了解历史，也不明白营商之难，更不明白复合增长是什么意思。有些公司连续4年高增长，然后业绩滑坡两年（当然，他们有各种各样的借口，比如宏观调控、全球危机、行业整合、恶性竞争等）。那么，6年下来，他们的复合增长率是多少？不过6%而已，这还算很不错呢！

我从这本书中所学到的最新的知识是，**要看一家公司的历史业绩，最好看10年以上**。我在1994年加入投资银行的时候，书上就这么说，我也听老行尊们说过类似的话，但一直没把这话听进去。有两个原因：一是中国公司的历史短，二是情况变化太快。如果你一定要坚持巴菲特对历史业绩的要求，你会错过很多快速变化的、转型中的好公司。当然，巴菲特也错过了太多的好公司和好股票。但这没关系，他依然是世界上最成功的投资者。

巴菲特认为，一个管理层是骡子是马，先拉出来遛一遛才能做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断。这遛一遛就需要好多年的时间。他只投资已经被证明了的好公司（把前半场的钱让别人去赚）。这样的投资方法的成功概率高，失败的概率低。当然，这也就意味着错过很多好机会，以及避免很多失败。巴菲特认为，只有在非常极端的情况下才可以投资初次上市的公司的股票（即 IPO）。每一家初次上市的公司都被吹嘘成高增长型公司，可大多数的结果是令人失望的。为什么？过度的包装是罪魁祸首。美国的两位教授，杰伊·里特（Jay Ritter）和伊沃·韦尔奇（Ivo Welch），曾经做过一个研究，发现在 1980～2005 年，世界上 7 000 家初次上市的公司的股票在 IPO 之后的 3 年里的表现比大市差 20%。

在中国香港和内地，大家都很熟悉普罗大众追逐 IPO 时的疯狂。很多人是第一次听说一家 IPO 公司的名字，但热情却很高。我不想批评散户，因为很多基金经理们也是如此不理性，不肯先做点功课，不愿意先等等、看看。我只想建议大家换个角度看这件事：你现在愿意花真金白银买这家公司的股票，只是因为投资银行在推介它，而并不是因为你主动挖掘了它、选择了它。

当选到了高成长的并且管理精良的公司之后，巴菲特才会去看估值。他宁可在估值方面多一点让步。这与市场对价值投资者的看法不一样。巴菲特说：“多付点钱买一家伟大的公司，远远好过贪便宜而买家普普通通的公司。”价值投资的重点是看公司的过去，增长型投资的重点是看未来。而巴菲特投资的方法是两者都看，而且特别要看未来。

1994 年以来，我在投资方面碰壁很多次，终于明白了看长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的历史业绩的重要性。一句话：江山易改，本性难移。坏的管理层就是坏的管理层，很难突然变好——也许永远不能变好。国内很多投资者太容易原谅和饶恕坏的管理层，原因是多重的：首先，是自己贪心和怀有侥幸心理。其次，是一种无奈，天下乌鸦一般黑，不买这只股票买哪只呢？这是一种逼迫自己亏钱的方法，有百害而无一益。难道穷人就一定要赌博，把自己变成更穷的人吗？最后，就是懒汉习惯，大家愿意花大量的时间无所事事，晃晃悠悠，也不愿意花一点时间，扎下去挖掘好的公司。蜻蜓点水似的人们，当然只能反复用自己的头去撞墙。巴菲特对公司的品行非常重视。他宁可放弃赚大钱的机会。即使在投资了一家公司之后，一旦发现有异常现象，他也绝不迁就。他有个著名的说法：“如果你在厨房里发现了一个偷油婆，那你可以肯定绝不止一个。”

巴菲特建议大家看公司过去 5 年、10 年的市盈率，很多中国投资者（我以前也是）会认为这个标准过于严格，但是你认真想想就明白，这个原则的意义很大。如果像某些中国地产公司那样，去年、今年和明年的利润分别为 1 亿元、8 亿元和 25 亿元，你认为它的市盈率应该是多少？它的市盈率应该以哪一年为基础？它的利润增长能够持续吗？如果不能持续，市盈率又有什么意义呢？

2. 放弃前半场，只赚取后半场的暴利。

人们把投资者分成截然不同的两大派别：价值派和增长派。这是极其错误的。普雷姆教授认为，巴菲特既是增长派又是价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

派，但首先是增长派。他还认为，当你发现一家公司的管理层很进取（并且正派），而且认为公司（和行业）的前景很好，公司的利润会高速增长好些年的话，你千万不要用传统的估值方法捆住自己的手脚。今天看起来很贵的股票，过两年就显得很便宜，而且你似乎永远买不到它，因为它的股价不断创新高，似乎永远很贵。

分析这种高增长的公司必须靠大智慧和高瞻远瞩，而判断大多数其他公司（以及做纯粹价值派的投资），不需要太多的智慧，谁都能够计算市盈率、市账率。巴菲特说，利润高增长是价值投资的核心因子之一。没有增长，一只股票的价值会大打折扣。说到投资的安全性，他认为，利润高增长是最大的安全，这好比进攻是最有效的防御。

普雷姆教授问了读者一个问题："在 1980～2000 年的 20 年里，麦当劳的股票升值了 44 倍。在 1990 年时，它已经上升了 6 倍。你有没有远见和胆识买入麦当劳的（昂贵）股票，赚取下半场的暴利?" 巴菲特有，他看中的是公司的高增长性和管理团队。可惜，他也不是神仙。他后来承认自己在 1998 年卖出麦当劳的股票是一个巨大错误——太早了。2008 年巴菲特买入比亚迪的股票时也让市场大惑不解——这只股票当时已经很贵了！

在十几年的证券分析师生涯里，我看到一个有趣的现象每天重演，当然我自己也多次犯这个错误。我从 2001 年开始正式研究某个城市燃气公司的股票。每隔几个月或者一年，我就把它的利润调高一次，把 12 个月的目标价格也调高一次。有时股票价格涨得太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快，我就不断在“买入”、“持有”和“卖出”之间变来变去。这很可笑：我们为什么不可以多一点前瞻性呢？为什么要被短期和中期的利润预测和股价所束缚呢？

巴菲特劝大家区分一次性的因素所导致的高增长与可持续的高增长。比如，石油涨价会导致石油开采和钻井设备的制造商的利润出现高增长，政府对某项产品的退税可能刺激需求和有关公司的利润快速增长。但这并不能使它们成为高增长型的公司。**在中国，“政府扶持”和集团（母）公司“注资”会给很多上市公司带来一次性的高增长**。**这种高增长具有欺骗性，大家要小心**。很多通过后门上市的公司非常令人失望，原因是，它们的基本业务能力（或者执行能力）并没有跟上。

3. 销售额的增长是核心。

利润虽然很重要，但一家公司销售额的增长有时候更重要。靠退税，靠政府补贴，靠减少折旧，靠削减成本，靠屠杀供应商，靠逼疯下家客户，靠非经常性的收入，靠资产处置，靠关联交易（包括用超低的价格从集团公司收购好的资产），靠财务技巧，靠一次性的并购，靠捡了个大便宜，总是有问题的，好处总是有限的。我本人在这方面有深刻的教训：我曾经在一家公司担任了几年董事，那时候我们的运营效率不够高，资金周转很慢。每过半年要交业绩时，我们都要像挤牙膏一样把销售收入和利润从各个角落里挤出来。我经常有挖空心思和汗流浃背的感觉。因此，**我现在判断一家公司好坏的第一件事是看它们的资金周转速度和销售额的增长**。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特和他的老师格雷厄姆都强调公司所处行业的增长空间的重要性。我由此想到一些例子，比如，泡菜、纽扣、铅笔、报纸、系统集成、化学品的仓储、建筑安装，以及为某一个特殊的媒体和平台提供广告或者内容的行业，这些都是增长空间不大的例子。增长空间的大小有时与企业所处的行业有关（夕阳还是朝阳行业），有时与商业模式有关（也就是赚钱的方法），有时与行业的最终大小有关。

一般人认为，高成长的公司都在科技、医药和媒体行业，这不见得。巴菲特自己就承认不懂科技和医药，所以只好在传统行业里寻宝。好在传统行业已经足够大，机会足够多。

4. “价值的陷阱”就是“贫困的陷阱”。

在中国香港和内地的股票市场，我发现最常见的两类“价值陷阱”是地产股和综合类企业。一年又一年，总有大量的投资者掉到里面不能自拔。在地产界，我经常听到人们说，某某地产公司的土地储备很多，位置很好，资金宽裕。但是，它们的开发能力低，资金周转速度慢，或者楼盘质量差，或者财务管理有漏洞。总之，别的开发商可以在同样的项目上赚5亿元，而它们只能赚1亿元，而且费时更长。也就是说，它们在摧毁价值。这样的公司很多，它们的股价往往在经过了调整之后的净资产（NAV）之下一半或者更便宜。好多公司更在账面净资产之下，甚至低于每股净值。

这种状况会改变吗？懒汉会变成勤快人吗？只要管理层不换人，或者不换思想，这种状况会持续很久。它们的土地储备或者大把现金与股民何干？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产公司和酒店公司的另一个问题是，它们的管理层一边抱怨市场估值太低，另一边又不肯承认和解决一个问题：它们大量的物业投资所带来的现金收入简直少得可怜。如果物业不能带来现金收入，物业重估有什么实际用处呢？有人说，未来的租金收入会大涨，但股民们看不到这个希望。也有人说，这样的物业投资很壮门面（相当于广告）。也许如此吧，但如何把这个好处定量化呢？还有人说，这样的投资物业能给公司带来抵押融资。没错。但是为什么不把这样的物业变现，从而让现金继续周转和增值呢？说到底，这样的公司不明白资金沉淀的巨大代价，或者不愿意多干活。

综合性的企业，包括各级政府在香港设立的所谓窗口公司，因为业务混杂，股民们看不到管理层的思维逻辑，更看不到他们的工作热情。如果管理层愿意把各项业务拆开来卖掉，总收入减去负债之后的余额会大大高于它们的市值。可是股民们看不到曙光。

我以前对这两类“价值陷阱”不太注意，受了很多损失，最近似有所悟。你试想，像这样的公司（地产和综合类），如果四五年以后它们的利润与现在差别不大，那么，它们四五年以后的市盈率应该是多少？7 倍，8 倍，最多 9 倍而已。用这种方法，你可以算出它们四五年以后的股价，然后用 7% 或者 9% 的贴现率折回到今天，你会大吃一惊！这只股票不值钱！没错，它们确实不值钱！过去 10 年、20 年甚至 30 年，它们陷害了无数股民。它们让你贫困。

它们虽然账面价值大，业务规模好像不小，土地储备也很好，但你用发展的眼光来看，它们很快就会被小小的、但进取心很强的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民营企业赶上和超过。我见了很多这样的例子。很多民营企业的净资产虽然只有10亿元，但它们能够推动100亿元的年销售额，实现20亿元的利润。反过来，政府控制的有些企业，虽然账面净资产高达100多亿元，但只能推动40亿元的年销售额，实现5亿元的利润。你看哪种公司优秀？

没有增长，免谈！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股票真便宜”是什么意思?

我觉得，“股票真便宜”有这样几个标准：

（1）上市公司纷纷回购股票，不是装模作样地回购，而是大幅度地回购，穷其资源回购。

（2）大股东们纷纷增持股票。同样，不是装模作样地增持，而是大幅度地增持，穷其资源增持。

（3）新股发行被大量的公司主动叫停，而不是被政府叫停。最好看到这种状况：几乎所有的公司都对 IPO 失去兴趣，撤回申请，而政府只好做拟上市公司的工作，施加压力，逼他们看在国家的利益上申请 IPO。最好看到政府部门动员党员董事长们起模范带头作用。

大股东和管理层知道公司的内情远远超过我们股民。股民不能自作聪明，要跟着他们做，千万不能反向操作。比如，他们在拼命上市 IPO、增发、配股、减持，而股民还认为股票真便宜，还傻乎乎地高唱“敢死队”的战歌。不可笑吗?

我觉得，我们的政府官员自己必须懂得资本市场的基本逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们中很多人的知识和理解还差得很远，他们只知道审批和喊口号。

我们的政府官员必须懂得股市作为资本主义的工具，是一把非常锋利的双刃剑，可以伤害千千万万老百姓。我们的官员如果只是怂恿股民当炮灰，那就太浅薄，太危险了。“中国经济一定会高速增长，投资一定能赚钱。”这种假大空已经害苦了一批又一批股民。我们还是给他们一点大实话吧。但是在给他们大实话之前，咱们自己先要弄懂！

股市的职能究竟是什么？

首先，股票市场跟国内外大大小小的产权交易中心没有区别。它的最基本的职能是交换产权。它跟农贸市场和大豆交易所也没什么区别。它的第二个职能由此派生出来：某些企业想扩大生产，需要发行新股，引进新股东。严格讲，为了行使这两项职能，股市每个星期交易半个小时完全足够了。

我的两个结论：

（1）股市好坏跟股价完全没有关系。只要交易所确保交易各方提供的信息真实准确，并且在自愿原则下交易就行了。股市好坏指的是股票交易所服务态度，工作效率，为客户保密的情况，IT 系统是否可靠等等，与股票指数完全无关。大豆交易所的好坏与大豆价格的涨跌无关，金属交易所的好坏与金属价格的涨跌无关，农贸市场的好坏与蔬菜价格无关。如何衡量中国证监会和沪深交易所的工作？主要是看他们服务态度，服务质量，以及镇压欺诈的效力，而不是看股指高低。相应地，交易所或者中国证监会的官员永远不要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向任何人推荐股票，或者煽动任何人在任何时候购买或者出售任何股票，也永远不应该鼓吹“基金经理们要做价值投资，购买蓝筹股”，等等。

（2）在短期内，股市必然是个零和游戏。张三的利润只能是李四的亏损。而且，交易不是没有费用的，而且税务局也是要捞一笔的。所以，股民要赚钱，只能靠股票背后的企业中长期内为你争气。如果你认为你比大多数股民聪明，你也许可以赚他们的钱。但是，股民作为一个集体，不可能通过政府把股市推高来赚钱。这完全是梦想。推高了的股市必然掉下来，它只能帮助那些短期出货的人赚钱，而让接货的人亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

证券分析师的局限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券分析师的局限

投资银行雇用大量勤快、聪明、敬业的证券分析师，给客户提供投资建议。他们的工作很重要，但对于真正的长期投资者来说，是很有局限的。这与他们的工作性质和工作环境有关。比如，基金经理每个季度或者每半年对分析师有个评价（以此来决定股票交易佣金在各个投资银行的分配）。此外，还有《机构投资者》杂志和《亚洲货币》杂志等外部机构举办的对分析师的年度评比。一个产能很过剩的证券分析行业，如何才能吸引客户的眼球？除了高质量的研究和恰到好处的服务以外，多多少少需要一点叫卖。这就比较容易使得分析师们在不小心的时候，慢慢地脱离真正意义上的研究。而且，投资者（买方）要不断地顶住自身的和外来的买与卖的诱惑也很不容易。他们的浮躁（短期）行为也给投资银行的分析师们施加了影响，改变了分析师的行为方式。

每个月定期和不定期的都有一大批新的经济数据出笼，新的销售数据公布，或者新的经济政策出台，每天都有这个名人或那个官员对行业或者宏观经济发表意见，某些股价会在短期内莫名其妙地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨10%，或者跌20%，但这些实在都是噪声，因为几个月之后，或者1～2年下来这些噪声就会显得十分可笑，因为它们对股价的中长期表现没有任何影响。它们随风飘过了。可是，分析师们日复一日地为此忙得不可开交：写报告、给客户打电话、办讲座、举行午餐会，甚至大型研讨会；销售经纪们也非常忙碌；多数投资者也被折腾得团团转。最后，大家一点儿好处都没有，只有少数聪明的基金经理要么完全不理会这些噪声，要么趁大家傻忙的时候出货或者逢低吸纳，以静制动。

我有个做基金的朋友在香港做得很成功，因为他聪明，有一家大基金公司邀请他做分析师。他到新公司上班的第一个星期，我接到他的电话。他问我联想和中国石化的股价现在是多少。我很纳闷地问他："你的桌面没有彭博终端吗?"他说："新公司规矩很严，不准看股价，也没有提供彭博终端，公司逼我们独立思考每家公司究竟应该值多少钱，而不要受现在股价的影响。"这个真实的故事听起来很极端，但隐含着这家基金公司的严谨和智慧，也难怪人家成功。多数股民把眼睛盯在股价报价器上，盯在新闻频道上和黑莓手机上，又找到了多少有用的投资机会呢？我自己一直不能脱俗，也跟大多数人一样，忙忙碌碌，年复一年，没有增长什么真的智慧。

我在做分析师的那些年，发表的纯粹噪声类的报告不可谓不多。每想到此，我就惭愧。我的反应很快，所以半生不熟的洋洋洒洒的"报告"经常是几个小时就能炮制完成，然后送到编辑处，而且每隔几分钟就催问编辑修改好了没有。编辑改好了，报告被送到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合规部，我有时也表现出不耐烦，认为他们花的时间太长，问的问题太细，要我改的地方太多。有时他们要我与另外的部门协调观点的一致性，有时要我核实数据，有时要我把语气放缓和一些，少偏激一些，不要无谓地得罪人，等等。今天在我看来，这些其实都是应该的和正确的，但心急如焚的分析师有时不愿意等一等。

分析师所研究的几只股票，如果该股票评级一直是买入或者卖出，分析师自己多少会有一点儿担心这些股票被人遗忘。他就会萌生要不断调高或调低上市公司利润预测和股票评级的欲望。有时看到竞争者调高或调低公司利润预测和股票评级对股价产生了金手指的影响，自己也会有压力“放他一炮”，露个脸。当然，这与长期投资的思路是有矛盾的。即使分析师能抵挡住这一类诱惑，他也会受到销售员（经纪人）和投资银行管理层的微妙压力，毕竟，投资银行是要赚佣金的商业机构。业内常用的一个词叫“可操作的建议”（actionable idea）讲的就是这个意思。这些事情当然不影响分析师的独立性，他们可以说买入也可以说卖出或者持有，所以在情理上完全无可厚非。只是，长期投资者要明白这个游戏规则。

投资银行的分析师有时会对经济数据或重大事件做出牵强附会的反应，找出哪些公司将受益、哪些将受难，从而列出一大串股票买卖的建议。每过一段时间，策略师或研究主管就要写一份厚厚的关于下一阶段的概念股或主要的市场议题的报告。这些概念股有一个共同的问题，就是不符合长远投资的基本理念：投资者匆匆忙忙进场，正好抓住高价（做了冤大头），还没等一个概念完全显现它的价值（即使这个价值是真正存在的，它至少也得几年的时间才能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显现)，投资者就被另外一个概念吹走了。投资者换马，付了交易佣金不算，换马的时机很有可能又是不利的。

在过去15年里，我能记起的主要的折腾人的浪潮如下：

1. 1995～1997年，炒作的概念是，哪些公司与中国的各政府部门或地方政府有关系，从而可以获得注资。当时“朱小华概念股”很吃香，朱小华曾是光大集团的董事长，他被认为有点石成金的能力，结果他曾经到某某公司的办公楼去过一下也成了股市的炒作题材，因为光大有可能会跟某某公司作并购。

2. 1997～2001年，炒作人民币贬值的概念。“人民币贬值是迟早的事，所以避开内需股，只买出口型的公司；服务于内需的公司还有所谓三角债的问题。”

3. 1999～2000年，炒作互联网热和科技股热。

4. 2001～2003年，炒作QFII（合格的境外机构投资者）概念股。

5. 时而有、时而无的石油涨价以及石油产品调整零售价的故事；燃油税的10年故事，开征后的赢家和输家，以及“三农”概念股等。

6. 人民币升值概念股。2003年至今，内需股与出口股的位置更替。外债负担重的公司（比如航空公司）经常受到几分钟的追捧。

7. 内房股概念。凡是沾上地产边的公司在2006～2007年都受到了市场的格外青睐，当然还有电信业重组的概念。

8. “直通车”概念股，即中国政府何时能允许QDII（合格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境内机构投资者）正式实施的概念股。这股热潮在 2007 年下半年竟然把恒生指数推高了 40%，可见这股炒作之凶猛。

9. 中国金融股（银行和保险）的炒作。2005～2008 年，大家似乎忘记了，在 2003 年甚至 2004 年时，市场主流派还在谈论国内的金融业是“技术上已经破产了”（technical bankruptcy）的，原因是呆坏账太多、监控太差、员工素质太差、政策性因素太多。突然之间，它们都成了香饽饽，成了世界上最大的金融机构和最好的东西，也是最贵的金融机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券分析师的四部曲：抵赖、修正、狡辩、再修正

在证券公司里有一个很奇妙的现象每天不断重复上演，年复一年。

分析师开始发现一只上升的明星股票时，这只股票一般也已经从最初涨了几倍，基金经理们开始打电话问分析师如何看待，分析师们才慢慢感觉到应该把它当真了。这也可以理解，因为分析师要正式研究一只股票需要经过内部研究委员会（IRC）同意，而且这只股票不能给分析师或投行带来信誉上的损害。另外，一旦正式研究该股票就不容易停止，想停止研究又需要正式的 IRC 开会同意，而且有可能得罪因本投行的研究而买入该股票的“后来入场的基金经理”。有些基金经理们担心，一旦失去了分析师们的噪声支持，中小盘股有可能会黯然失色，被人遗忘。而且，分析师停止分析一只股票时要出一个告示，有时让人感觉到这只股票可能有什么问题。所以，投行的 IRC 决定让一个分析师研究某股票时，当然有些尺度，比如这只股票市值是否够大，交投是否活跃（毕竟要让投行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有交易佣金可赚），等等。

等到一个分析师开始研究某一上升的明星股时，另外的投行坐在相同位置的分析师就开始有压力了，基金客户和内部的销售经纪人会问这些分析师："某某分析师刚刚发表了一份报告说这只股票会在年内翻两番，你怎么看待?"于是，第二个、第三个，也许第四个分析师多少有点儿不情愿地开始发表对同一公司的研究报告。当这只股票确实是明星时，这样的局面就可以持续一段时间，可如果这只股票被证明是昙花一现时，分析师们便开始沉默，或者开始陆陆续续放弃对该股的研究。这个过程可能需要两年的时间。

有时，有些公司确实是好公司，但业务成熟之后，增长率便开始下滑甚至倒退。它们的行业地位很坚固，但增长率开始下降。部分原因是基数过大，部分原因是行业过了高增长阶段，有时也因为公司战略上有点错误（转型不顺利等）。

在上升阶段时，基金经理和分析师们往往对这些股票爱慕有加，"它们永远不会出错的，看看它们最近几年的表现"。这些公司的市盈率或市净率往往很高，因为市场对它们未来的预期很美好。

有时，这些公司明显在业务上或战略上犯了个错误，但市场仍然一片掌声，说"它们没有问题"。只有极少数人说，"白璧微瑕"或"成长路上的一个小坎坷"。但是，机灵的基金经理开始撤退，股票开始走弱。这个阶段是分析师的"抵赖阶段"。尽管分析师仍唱赞歌，但是股价继续下跌。然后该公司下个季度或半年的业绩开始疲软，或者显示出不少问题（比如，应收款增加，客户抱怨增加）。这时，股价加速下跌。分析师们开始调低他们的赢利预测，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修正他们对该公司未来12个月的股价的预测。但仍维持“强烈建议买入”，原因是：（1）股价已经跌了很多；（2）前景依然美好。这是第二个阶段——修正。

这时，也许股价开始平稳。但鉴于新情况，分析师们开始了第三个阶段——狡辩。直到新的季报或半年报出来，又一轮的失望，股价再次明显下挫，分析师对赢利及股价目标再做新的下调。很多分析师都发表了“抛售股票”的报告。这才完成了第四阶段——再修正。这个周期往往在一只股票上持续几年。几年之后，市场开始把这些公司当成也可以犯错误的“平凡公司”。这时，比较理性的分析才真正开始，大家可以看看这些股票多年来的下跌便能理解这四个阶段是如何发展演变的。

大多数分析师是大学财会或经济系的毕业生，有些或许加上硕士学位，一般是毕业后即进入投资银行，既没有经商的经验，也没有股票投资的经验，所以犯错误也不奇怪。在欧美，投资银行的分析师有的干到50多岁，所以见得比较多一些。在亚洲，投资银行的分析师的行当是1990年前后才有的，所以现在的分析师一般在30～35岁，近几年，因为行业快速膨胀，才从电视业、航空业、商业银行等招聘了一些30～40岁的分析师。但总的来说，这在亚洲还是一个十分年轻的行业。

年轻是个优势，因为不信邪所以冲劲足。但年轻也是个劣势，没见过，或者说没有经历过几次市场崩溃，更容易被旁人的三言两语说动心，而偏离对基本面的忠实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我再当证券分析师

2001～2003 年，我和国内的证券分析师接触很多。当时我是瑞银的研究部主管，正在为 QFII（合格的境外机构投资者）的项目而忙碌。我的感觉是，内地分析师的水平比香港低很多。现在，我可不敢再这么讲。市场的摸爬滚打已经造就了大量高质量的人才，坦白地讲，这个板块的人才能量已经大大超过国内财经院校和政府的研究机构，可喜可贺。

如果还有机会再做证券分析师，我一定做得更好，更轻松。第一，我一定想办法偷懒。海内外的分析师有一个共同的缺陷，那就是过度关注短期的市场噪声。我本人曾经就是一个最好的例子。我每天眼观六路，耳听八方，生怕错过了北京某个小小的政策变化，或者某家上市公司上个月的产品销售排行榜，或者某个统计数字的微微波动。只要我的鼻子闻到有故事，或者我感觉能在没有故事之中找到故事，就一定不会放过任何一个机会。我联想丰富，眼疾手快，可以把小故事变成大故事，把大故事变成划时代的事件。

比如，我从内地出差回到香港，一下飞机，便听说统计局刚刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公布了某个数字。我坐在火车上回办公室的25分钟时间里，便在黑莓手机上写好了洋洋洒洒几页纸的评论，还涉及哪些公司的股票会受益，哪些会倒霉，一气呵成。回到办公室，我就开始把编辑好的、合规部批准了的文章群发给客户。然后，我就开始给40个最大的客户打电话，大谈这个数字的重要意义。如果有必要，我还会让销售部组织基金经理的电话会和早餐会。我的“搞作”能力，着实让不少的同事、客户和竞争者佩服得不得了。当然，日复一日，年复一年，我能不累吗？

问题不在我有多累，基金经理也被我（和我等）折腾得够呛。今天我安排某公司的上游客户或者竞争者谈行业大趋势，明天我又约请监管机构的官员给客户指点迷津，后天我会发表虽然不疼不痒但标题诱人的研究报告。只要我瞄上了他（或她），基金经理想完全躲开我无微不至的服务，比较困难。有时候，银行的整个股票销售部都在围着我的项目转。

第二，请允许我告诉你一个秘密，平静地说“我不懂”的感觉真好。分析师，特别是高级分析师，其实就是推销员：推销自己，推销自己的主意。我32岁才开始当分析师，因为年龄的原因，我一开始便是高级分析师。从1998年起，我开始当研究部主管。客户的问题漫无边际，从消费品到电信，再到化工或者政治，我尽量回答。时间长了，习惯了，我就忘记了怎样说“我不懂”这三个字。很多时候，我们不好意思开口说“我不懂”，觉得似乎不应该那样做。现在，我从分析师的岗位退下来已有5年，我开始慢慢学会了享受那种说“我不懂”的美妙感受。是啊！我们不懂的东西太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多了，为什么要给自己那么大的压力拼凑一个似是而非的答案呢?

第三，分析师排名固然很重要，但大家千万不要为此过于骄躁。我的运气好，连续5年被《机构投资者》杂志选为中国分析员第一名。我因此兴奋过，也多拿过一点点奖金。身在其中，难以脱俗。我追逐过这种虚荣：为了保住第一名，在后面的三年我也拉过选票，还多次为此事烦躁甚至失眠。我曾经多次说，如果行业内没有了排名这件事，我宁可减薪一半。现在，我想请大家这样想：分析师是一个光荣、高薪，而且具有挑战性的工作。我们在感谢老天爷给我们这个机会的同时，千万不要忘记享受这份工作所带来的乐趣和荣誉。

有一位老分析师曾经说，我们的工作是一个对一半、错一半的工作，容不得任何人傲慢。我完全同意。我们都想说自己是最高明的分析师，但保持幽默的自嘲心态太重要了——你明天就可能出错。

第四，我发现偶有同人为了争取排名，为了生意，为了博得基金经理或者上市公司的欢心，过多地委屈了自己的傲骨。这实在是不划算的。等到像我一样头发稀疏的时候，你难免感到遗憾。如果我能再当证券分析师，我一定多点分析和思考，少点推销和噪声，多看长线，少看短期，多点享受，少点焦虑。

第五，国内目前还有不少分析师连基本的概念和方法都没有掌握（比如会计、税收、估值方法和建立模型）。这很不像话，我认为他们应该抓紧补课。跟很多同人一样，我本人也是国内教育制度的牺牲品之一，基本功很差，到了用时方恨少。1999年我从宏观经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济师转为股票分析师时，连会计和税收方面的常识都不懂，建模速度慢，还老是出错误。当我想到20多岁的分析师们都回家了，作为研究主管的我（当时已经36岁）还要在办公室苦苦挣扎到半夜，还要不断打电话向他们请教时，我曾经很自卑。我记得我是如何拼命恶补的。虽然其他投资银行的研究部主管都“早已经上岸”，已经不屑于研究个股，每天只是奢谈投资策略，但我在个股研究方面是半路出家，对宏观研究早已厌倦，所以，我一直坚持个股研究，拒谈行业策略，拒谈大市点位。我很高兴我曾经那样固执和“矫枉过正”。

第六，在我们的分析行业内有些不明智的事情，任何人也无法改变。我的建议是，洁身自好。比如，用小道消息代替认真的研究，把拉关系与诚实的服务相提并论，以哗众取宠和玩噱头取代不厌其烦的沟通，用“懒婆娘的裹脚布”和耸人听闻冒充详尽的分析。你会发现，在很多情况下，耍小把戏可以为你带来某些好处。要坚持清高谈何容易，我真希望今天能对自己说，我十几年来一直很清高。但我坦白，我早已经失去了纯真。当我们看到资历更浅或者水平更低的同人排名更高、赚钱更多时，我们要学会真诚地说：“祝贺你！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史书有时害人不浅

大家都喜欢说，“忘记历史就等于背叛”，但很少有人敢说“历史书有时害人不浅”。恕我直言，本人从来不把历史书太当回事儿，原因有很多：

1. 历史事件有很多当时独特的情况，而后人（或者非当事人）也许完全不知道。即使有文字记载，也不见得能理解。

2. 几乎所有历史书都被反复地篡改、歪曲或断章取义。

3. 社会和经济现象不是自然现象，涉及的变量太多，试图用过去的事情来说明现在或未来往往是有问题的。所以，大家可以发现一个有趣的现象：每次出现一个大的市场波动，就会有很多关于1929～1933年经济大衰退的书和文章，或者关于荷兰郁金香的故事，或者关于美国佛罗里达州20世纪70年代和90年代房地产上上下下的故事。不少智者撰文说，因为过去一次或者几次经济大衰退结束时的市盈率是15倍，所以2009年我们从雷曼兄弟倒台的危机中走出来时，市盈率应该是15倍。过去30年，1月份股票指数平均跌3%，所以，今年1月份它也应该跌3%左右。过去每次经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退或者通货膨胀持续大约 3 年，所以这次也会持续 3 年左右。过去 60 年，利息率与股票的分红息率是 3∶2 的关系，所以现在的 3∶1 就很危险，预示着股票会大跌。过去 50 年，股市的市账率是 1.3 倍，所以现在的 1.7 倍就会危险……

美国 GMO 基金公司的首席策略师杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）是个天才，但他在 2009 年上半年反复唱淡全球股市，原因是在 1929～1933 年的危机后，股市低迷了 10 年，而这次雷曼兄弟公司倒台所导致的危机又是史无前例的，所以股市还要至少低迷 10 年。当然，现在我们知道他和很多做同样预测的人都错得很远。另外，近一年来对全球经济所做的“双跌”预测（double dip）也很可笑。为什么是“双跌”而不是直线上升或者“三跌”、“四跌”？同样，有人在年初讲，今年股市会在第一季度涨，第二季度跌，第三季度升，第四季度又跌，这颇有点像算命先生的工作。

由于全球股票市场大涨，从 1996 年起很多人开始担心资产价格的泡沫。1996 年 2 月，当时的美国联邦储备委员会主席格林斯潘在国会的听证会上提出了“不理性的亢奋”一词（irrational exuberance），以警告世界。可是这一不理性的亢奋一直持续到了 2000 年 3 月。他老先生名气大，不过他的预测和警告早了整整 4 年！现在，这个词成了业内的一个笑话。人们经常用它，但是，它带有时机不可测的含义，多少使人们知道了做预测的难处，特别是在时机的把握上。

关于股市的走向，最明智的预测是“我不知道”，而太多人太急于预测某某指数在年中或年底会达到什么点位。而向上走或向下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走这样一个定方向的预测本身就是错误的。我在做证券分析师的十几年里做过很多错误的事情，但从来没有预测过指数会到多少点位，虽然我当中国研究部的主管和联席主管也有 8 年多。但我在 2009 年初（当时不再是分析师），做过一次非常大胆的定方向的预测，而且好像还蒙对了一次。我发誓以后永远不再预测股市，连方向也不预测。预测指数点位的最大困难是有太多不可预测的变量，比如恒生指数的 40 个成分股都会影响指数。你对每家公司的情况都很有信心吗？而且有很多变量的存在我们根本都不知道，更不要谈定量或定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丢掉你的预测吧

预测资产价格的拐点是高难度动作。格林斯潘干过这事儿。他1996年的“irrational exuberance”后来成了名言。当然他错得很远：早了4年。美国福特总统任内的财政部长威廉·西蒙（William Simon）讽刺经济学家时说：经济学家对各种指标的预测带着小数点，是为了显示他们富有幽默感。

我很崇拜的一位基金经理曾经告诫我，分析，但不要预测（Analyze，but do not predict）。**他说，对政治、经济和企业我们都要认真研究，但不要预测未来，不要预测股票指数的点位，或者单只股票或者房产在未来的价格，更不要用钱去表达你的预测。**

当然，这位智者的意思不是叫我完全不做预测。作为投资者，我必须有一个最起码的预测，我的投资终究能赚钱。否则，把钱存到银行不是更好吗？这位智者解释道，优秀公司的股票终究会上涨，但是在时间上你是无法把握的。在有些情况下，你可能只需要等几天或几周，但在另外的情况下，你可能要等几年甚至更久。很多人声称自己是长线投资者，但真正做到长期投资的人太少了，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为耐心的等待也是一个考验人的孤独的游戏。当贵的股票变得越来越贵，便宜的股票变得越来越便宜时，即使最有信心的人们也终于放弃了他们的信念。20 世纪 90 年代，很多投资者一直成功地抵抗了互联网泡沫的诱惑，但在那个泡沫即将破灭的关键时刻突然意志薄弱，功亏一篑。

世界上有大量的对冲基金用数学模型作为投资的主要甚至唯一指导。比如，两只股票的价格的相互关系，两种货币的相互关系，股票与可转换债券的关系，几种不同的利率之间的关系，不同商品的比价变动，等等。在一般情况下，聪明的基金经理们可以通过数学模型或者回归分析等找到这样和那样的规律。让我举一个过分简单化的例子。在过去 10 年，甲股票一般比乙股票贵 40%，如果有一段时间，甲股票突然比乙股票贵了 70%，这时候就会有对冲基金抛空甲股票，买入乙股票，等待这种巨大的差距恢复到原来的 40%。但是，问题在于，世界上的例外太多了。这种差距不仅有可能得不到恢复，还有可能加大。在 2008 年前的几十年里，不同类别的资产，例如黄金、其他矿产品和股票的价格似乎不相干。所以，以哈佛大学和耶鲁大学的基金会为代表的投资者们在最近 10 年里基本上把他们的风险分散策略建立在这些资产的价格相对独立的前提之下。当然，这种独立性也包括各种资产在地域上的分散化。但是，2008 年全球银行危机爆发时，所有这些相对的独立性以及原有的资产价格比例关系全部破裂了，使大量的资产管理公司蒙受了巨大的损失，或者被迫关门。

有人可能辩解：“可是 2008 年的大危机是百年不遇的，只有在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种时候，那些规律才被打破。”真的吗？在本人不算长的投资银行生涯里（16 年），我就经历过了 1997 年的亚洲危机、2000 年互联网泡沫的破灭、2008 年全球性的危机以及若干比较小型的动荡。资本市场上的多数规律或相关关系都会被这些动荡所冲破，最后留下来的只有一条规律：“世事不确定，不可测。”如果你一定要做预测，明智的办法是不做短期预测，只做中长期预测，只做中长期内方向性的模糊预测。我们经常看到评论员们急于频繁地发布他们的预测，而且是短期内（几个月内）各种资产价格（股价、楼价、铜价或汇率）的预测。当然，做这样的预测，出错误是必然的，不出错误是偶然的。市场上深谙其道的人们常常讲此笑话：**“你可以预测时间，你也可以预测价格，但千万不要同时预测两者。”**

买窝轮或者权证就是做短期预测的实际表现，因为窝轮一般只有几个月的期限，过了期限它们就变得一文不值。预测股票在一两年内的目标价格当然也属于高危行为。只做中长期预测（而在短期内，比如一两年内，完全可以把自己当傻瓜），也需要你有抗风险的能力，不能靠借贷来购买股票，或者把负债率控制在安全的范围内。

对基本面的分析已经十分不容易，而即使你把它弄明白了，它也可以被各种因素拖后或者抵消。这就使投资预测变得更加困难。很多人自吹自擂“去年我成功地预见了这或那”，而忘记了一句大实话：一只完全停止了的钟每天也会有两次走正确。大量的所谓专家都是碰运气把什么事情蒙对了一两次而荣升专家的。我在 1998 年以后，也因为在股市上蒙对了一两回，而连续 5 年被国际基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理们评为最佳中国分析员，而且人们很慷慨，完全忘记我屡屡出错的时候。要获得专家头衔真容易。

在此，笔者斗胆做个长期预测：未来数年我们将迎来资产价格的大牛市！

虽然我明白做预测是很危险的，但我还是忍不住做一个长期的、方向性的、模糊的预测。我认为，未来几年或者十年我们有可能经历世界上少见的资产价格大牛市。

我的理论基本上可以分为这样几个内容：

1. 全球长期的经济增长率在放慢，资产回报率在下降，投资机会在减少。

2. 厂商承担得起和愿意支付的利率已经永久性地下降了。

3. 在银行费用率相对稳定的情况下，存款利率也已经永久性地下降了。

4. 各国中央政府和地方政府的高负债也决定了中央银行必须（和必然）尽量保持低利率，以便减少政府还本付息的压力。

5. 中长期的低利率必然导致资产价格的上涨。市场会迫使我们改变我们长期以来所习惯的市盈率（租金回报率等）。

6. 香港的资产价格有可能长期跑赢国内的资产价格，因为两地有利率环境（和通货膨胀率）的巨大差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学经济学浪费时间?

首先，各个经济变量的关系是不稳定的、不可靠的。把经济学转化成投资决策还要跨越一道道鸿沟。所以，经济学对于绝大多数投资者来讲，也许只是一个累赘而已。

经济学不是科学，不能用对待物理反应或者化学反应的态度来对待它。虽然近五六十年来，海外学者费尽心机，试图把数学的精准性引入经济学，但是，他们的努力还只是点缀而已。对于投资者来讲，经济学天天受到检验和挑战。分析经济现象和资本市场时，理性的态度是谈论概率：如果这件事发生，另外一件事情也有可能发生。当然，别的力量随时可能冒出来抵消或放大这件事的影响，而且时滞有长有短。

在研究中，我们经常犯如下的错误：

（1）试图做精准或者短期的预测，比如下个季度的金价、股价、铜价、物价。又比如，我们把6%跟8%的差别当成很大一回事。实际上，6%可能大于8%。

（2）我们的很多研究报告很牵强，不仅是研究报告的消费者认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为牵强，甚至连分析员本人都认为牵强。我承认，我也没少写那样的报告。比如，两件一前一后发生的事情经常被无端说成有因果关系。有些经济现象发生过两三次，就被认为是规律；人们画一张图，把坐标扭曲一下（比如，求增长率，求对数，平移坐标，等等），就说："你看，这两个变量多么相关啊！"人们全然不顾样本太小和逻辑不通这一类的麻烦。还有，如果 8 年的历史数字不支持他的某个偏见，那么他就把时间定在 7 年或 6 年。

（3）在信息污染中挣扎。20 世纪 90 年代，美联储主席艾伦·格林斯潘被大家吹捧成了神明。我当时在外国投资银行做经济师，听说他老人家每天关注 120 个经济变量。我佩服得不得了。后来，我转为个股分析员，又听说巴菲特做企业的净现值折现（DCF，现金流折现法）做 30 年长。我同样佩服得五体投地。我连明年的现金流都无法预测，更别提 30 年以后的现金流。

这里有个食物链。如果消费者（基金经理们）每天询问下个月的物价、汇率、金价或者工业生产总值，就必然有分析员们做这样的预测，尽管大家都知道那是瞎蒙。如果消费者不断问明天的股票指数是多少，是涨还是跌，就会有分析员"随着音乐而跳舞"。有需求就必然有供给。

我认为，券商每天的研究报告都太多，分析员们对每件事都立刻有评论，不免失去了真正想问题的时间和必要的距离。比如，每个券商每天都有"每日智慧"、"每日快报"一类的出版物。我把这种现象叫"踩噪声"。在这方面，我本人以前犯了很多可笑的错误而不知道。在一个高度竞争的行业，这种状况可以理解，分析员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都怕被人遗忘。但是消费者必须保持清醒，因为他们的清醒可以引导卖方行为。如果消费者忽略每个月的统计数字，官员们的豪言，海内外千千万万的事件，那么，卖方的分析员们也就不再疲于应付。也就是说，现在，卖方的问题全部是消费者导致的。

世界各国政府部门多，统计数据多，官员多，研究报告多。投资者即使一天到晚什么也不做，也无法跟踪所有这些信息。况且，这些噪声跟投资真的有关系吗?

巴菲特说，股民的频繁买卖不叫投资，一夜情的总和不能叫作浪漫。在经济学领域，我们可以说，对新闻垃圾和统计数字的评论不能叫经济学。美国教授保罗·克鲁格曼（Paul R. Krugman）说，那最多只能叫“上上下下的经济学”。

如何把经济学里的一些基本原理运用到投资决策中呢?我看小心为妙。利率下降是否一定刺激资产价格?汇率下调是否一定刺激出口?刺激了出口难道就是好事?股民应该为之高兴吗?GDP（国内生产总值）增长加快对于股市是利好吗（想想2000年到2005年)?放慢是坏事吗?通胀率下降一定有利于股市吗?退市好吗?国际板坏吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六篇

通胀是国难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通胀是国难

2011年4月，我到澳大利亚度假。按照老习惯，我买来两份报纸：《澳洲金融评论》（*AFR*）和《澳大利亚人报》。一看价格，我大吃一惊：分别是3澳元和2.6澳元（澳元比美元略贵）。1991～1994年，我在堪培拉大学当金融学讲师时在那里“爬过格子”。这两份报纸我太熟悉了，它们当时都是70～80分钱的报纸。我当时的年薪大约4.2万澳元，现在同样职位的人赚8.4万澳元。但今天的讲师可比20年前的讲师穷多了。他们的相对经济地位也下降了不少。

国人对通胀相当熟悉，每个人都会讲几个有趣的故事。通胀也是一个全球现象。当然，中国过去30多年的通胀超过世界上绝大多数国家。

我们的通胀究竟会有何等结局呢？在我斗胆做几个长期的、模糊的和方向性的猜测之前，我想回顾过去30多年的中国通胀。

在一个理想的世界，通胀是没有利或弊的：把1元的钞票变成1.7元或者5.3元，就好像上市公司最爱玩的游戏一样，把股票拆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，1 拆 5，甚至 1 拆 10。这都不影响任何人的利益（正面负面影响都没有）。当然，送红股也是完全一样，把公司的资本储备转变为股本之类的小把戏也属此类。以后，股数太多了，大家的算术不够好，还可以再把股数缩小，比如每 7 股合成 1 股等。

对于政府来说，通胀就是把纸币拆细。等到通胀太严重时，大家买一斤大葱要支付几百万元时，对大家的算术水平要求太高了，我们还可以删掉后面几个零，美其名曰“货币改革”。旧中国和世界上很多国家都干过这类事。不过，遗憾的是，通胀和“货币改革”不像股票数量的增减那样中性，可能会导致利益转送、剧痛、恐惧、社会不公平，乃至动乱。为什么?

过去 30 多年，中国的通胀是信贷高速扩张的直接结果。银行业作为一个系统（特别是包括中央银行）在没有钱的情况下也是可以贷款的，当然也可以在钱少的时候贷很多的款。其背后的支撑是公众对政府和银行的信任。还是让我们看看结果：过去 30 多年，中国的广义货币供应量每年的复合增长率超过 20%。货币供应量是什么? 它就是所有中国企业和家庭的存款总和加上流通中现金。这也就是购买力。这些钱是怎么来的呢?

首先，中央银行可以无钱放款（印钞票）。贷款会直接转成受贷人的存款，他如果使用这笔款项，另外的人就有了存款，银行又可以以此存款为基础发放下一笔贷款（当然要先扣除一点存款准备金）。然后，某些人又有了存款，银行又可以再放更多的贷款。如此循环。

这么多年，政府在扶持经济发展的名义下，把银行利率人为地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压低，使其低于通胀水平，所以真实利率为负数，这也就创造了对贷款人的一种补贴，同时人为地刺激了对贷款的需求。三种人获得的补贴最多：企业主，负债投资者，负债投机者。谁吃亏了呢？存款人，老老实实拿固定工资的人们，没有资格或者没有关系获取贷款的人们。当然，社会的公平公正成了牺牲品。

很多人凭直觉认为，通胀期间企业的名义利润被夸大，所以股票市场应该走好。我认为这是一个错误。错误的根源在于它有一个隐含的假定：市盈率会保持不变。但是市盈率可以再跌一半或者更多。为什么？在通胀期间，即使中央银行不进行货币紧缩，资金也会更加短缺：工厂和商店为了完成同样多的经济活动，需要更多的铺底资金，地产商需要更多资金做土地储备，居民腰包里也需要更多的周转金。在资金紧张时，资本市场首当其冲。当然，不管中央银行是否紧缩，名义利率也会上升，而股市的市盈率不过是利率的倒数而已。1968～1982 年，美国的通胀率很高，道琼斯指数几乎跌了一半，如果考虑到通胀因素，它实际下跌了 80%。虽然公司整体上的名义利润还算可以，但是市盈率从 18 倍跌到了 6 倍。这 15 年让美国股民痛苦万分，虽然 1982 年以后股市又经历了 17 年的大牛市。

再来看中国。2000～2004 年，股市不听政府的话，连跌了 5 年。虽然官方的通胀数据不是很高，但是你想想吧，煤炭、矿石、铜、铝、钢铁、粮食和土地价格在那 5 年涨得空前剧烈。虽然货币供应量每年增长 20% 以上，但是资金还是很紧张，股市奄奄一息。即使每一个股民都是傻瓜，但他们合起来一定是不傻的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家想想中国从1992年以来市盈率的下降的趋势吧。中间虽然有几次短暂的牛市，但估值水平的下降趋势是很明显的。你也许会说，这种下移主要是因为股票供应量的增加，但我敢预言未来10年市盈率下移的推动力会是过去10年建立起来的货币供应量的高台阶、通胀以及中央银行未来的信贷控制。

如果未来通胀确实难免，那么我们如何自保呢？很多人似乎直到最近两年才发现过去30年来的严重通胀，所以，急不可耐乱抓机会，以规避通胀。这是不理智的。**我认为，股市很可能成为通胀的牺牲品。债券市场更是如此。债券价格与名义利率成反比。房地产市场也许好一些，但是未来几年内情势不妙，投资者必须有长远的眼光才行。**

通胀是国难，也是人祸。控制通胀需要付出很大的代价：紧缩信贷，提高利率，放慢经济增长，牺牲大量的就业机会。政府会犹豫和徘徊，政策会随着失业压力和银行坏账的增加而反复。

如果说过去的通胀年代里，中国人寅吃卯粮，那么可以预见未来几年的紧缩可能需要把虚假的“财富”还给未来。金融市场的减肥会很痛苦，更多的投资机会可能在金融市场之外，即在实体经济。

我给我弟弟的投资建议如下：

1. 买一块农田，种蔬菜和瓜果。

2. 参股隔壁阿三大叔的汽车修理站，并且晚上和周末多去帮忙。

3. 支持他失业多年的老婆办一个幼童上学和放学的接送服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社，再请几个帮手。工商局肯定会刁难，但是，多忍耐吧，我也没办法。

4. 投资他老同学的棉花采购站。

5. 如果有余钱，买点银行的股票，准备持有 10 年以上。

通胀是国难。国难当头，大家只图保值和日子过得去，不要妄想有很大的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说：通胀伤害股市

1968～1982 年，美国股市经历了一个长达 15 年的大熊市。元凶是通胀。“滞胀”一词虽然是 1965 年出生的，但是等到 20 世纪 70 年代末期，它才变得家喻户晓。那 15 年，道琼斯指数名义上跌了一半，但是再考虑上通胀因素，股民的损失高达 80% 以上。1977 年 5 月，巴菲特在《财富》杂志发表了一篇超长的文章，精辟论述了通胀如何打击股市和债市，它的标题是《通货膨胀是如何耍弄股市投资者的》（*How Inflation Swindles the Equity Investor*），大家在互联网上搜索一下即可。

本人孤陋寡闻，不知道别人是否已经把它翻译成了中文，但我不在乎。朗读，再朗读，并且翻译（和评论）这篇文章，我乐在其中。我也建议大学生用它作为英文精读的文章，并做翻译练习。现容我把这篇文章的大意归纳如下：

通胀打击债市，大家似乎都明白：未来每年的利息收入是固定的，但是利息收入因为通胀而贬值。市场上的名义利率会上升，而债券的票息不会增加。但是关于通胀下的股市，大家都有一个幻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉，总以为股票所代表的是“产能”，其真实的价值会随着通胀而水涨船高。

大错特错！巴菲特说，股票其实也是债券，只是它的期限为永远而已。在“二战”以后的30多年，尽管美国的经济变化很大，但所有公司的平均股本收益率相当稳定：10%～13%（平均大约12%）。实际上，这就好比“股息”：当然一小部分股息用现金分掉了，大部分留在公司继续赚取那12%。虽然股民的换手进行了利益再分配，但作为一个整体，他们的回报率就是超级的稳定，并不因为通胀而改善。

其实，股民作为一个整体甚至连债券投资者还不如。债券到期时，投资者会购买新的票息更高的债券，而“股息”却还是12%，未分配的“股息”留在公司每年也只能赚取12%。

在没有通胀或者通胀很温和的年代，比如美国的20世纪50年代和60年代早期，名义利率很低，所以，大部分“股息”能够留在公司继续赚取那可爱的12%，太美了！大家都知道那是很美的，所以为了获得这种享受，大家纷纷投资股票，直到把股价抬高到账面净资产的2倍甚至3～4倍。那时的老股民得到了三个好处：一是那可爱的12%（超过当时的市场利率），二是把“股息”的大部分留到公司继续按12%的回报率投资，三是股票市盈率的上升，一直抬到几倍的市账率（今天大量的中国公司在揭不开锅的时候也有3～5倍的市账率，这连巴菲特当时也没预料到。毕竟，中国特色就是不一样）。

巴菲特说，股票跟债券一样，不过是市场利率的倒数而已，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者说，它们的变动方向相反。股票就是一张“永续的债券”。它的“票息”为12%，不过，持票人每年只能获得其中的一小部分，而大部分的票息会被自动再投资于这种“永续债券”。

在美国，20世纪50年代和60年代早期的低利率的“人间天堂”终于被通胀搅局。60年代中期，当通胀上升时，企业长期债券发行时的票面利率涨到了6%、8%和10%以上，可是照样跌破票面价格。而股票呢？那原本可爱的12%的“股息”也不再显得可爱了。

当市账率为1倍的时候，股民获得的回报率就是股本的回报率（比如12%）。当市账率涨到2倍甚至3倍时，股民的回报率就分别降到了6%或者4%。简单的算术，大家却都不愿意去弄懂。

虽然通胀时有些行业（或者企业）可能是赢家，有些是输家，但总的来说，整个企业界不可能获得明显的好处。一家企业要增加股本回报率，无非有五个办法：（1）增加资金周转；（2）获得更便宜的负债；（3）增加负债；（4）降低税负；（5）提高利润率。

巴菲特说，（2）、（3）和（4）对于作为一个整体的企业界来说，根本没可能。而（1）和（5）的上升空间也不大。固定资产重置成本会因为通胀而上升，企业在短期内显得资金周转加快了（资产周转天数改善等），但它们很快发现自己要因为重置成本上升而增加资本支出。

增加负债总有个极限。“《财富》世界500强”的大企业的总资产负债率已经从1955年的37%涨到了1975年的50%，再怎么涨呢？（在这一点上，我们中国的企业确实可以批评巴菲特没见过世面！）如果两家类似的公司的股本收益率均为12%，但是一家低负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债，另外一家高负债，前者就明显好多了。

巴菲特说，其实，利润率高的公司并不需要太多的负债，而利润率差的公司永远缺钱。这句话马上让我想到麦肯锡2010年的书中的一个观点：亚洲企业负担了太多的债务，利润增长率虽然很不错，但并没有解决另外一个大问题：利润率太差，资本消耗太大，回报率太低。那本书名为《价值：公司财务的四根支柱》（*Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance*），好像只有英文版，可以网购，香港书店均有出售。

表面上看，高负债可以增加股东的回报，但如果过度负债，就会伤害股东。我们都见过大量高息借款的公司，天天在危险中度日。管理层整天在融资，无暇管理企业。负债太高，公司就丧失了回旋余地。高负债公司的股票往往看起来便宜，实际上不便宜。买股票就跟收购企业一样，是承债收购，公司的负债也按你的股权比例成了你的负债。

巴菲特专门强调，通胀使大量企业受暗伤，而股民不知道。比如，1977年一个25岁的年轻员工的年薪为1.2万美元，如果按照每年7%的通胀增加工资，等他65岁退休时，工资会涨到18万美元。这还不算：他的退休金和医疗费会飞涨。而退休金是企业最隐蔽的炸弹，这使我想到近10年美国几家大型汽车公司被这项负担压垮的例子。本人最近研究的一家上海国企的股票，表面上看，便宜得不得了。但是，想想那5 000名员工，工资只能涨不能降，人员只能增，不能减，以及社会和谐的压力，我吓坏了。这家公司和其他很多类似的中国公司一样，实际上早已经被蛀虫掏空了，只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埋单的时间还没到罢了。把那些甩不掉的未来负债折现到今天，这些公司不仅自己已经是负资产，还可能毒害财政，迫使增加税收或者印钞票来把负担分摊给别人。

巴菲特幽默地说，美国的国会议员们都非常反对通胀，不过他们也都极力支持产生通胀的那些经济政策。有一件事他们从不含糊，他们把自己的退休金理所当然地按照通胀来进行调整。其实，何止美国如此。

巴菲特说，和平时期的通胀完全是人为造成的。当政客们在下一轮选举与下一代人的福利之间权衡时，他们的选择都是没有悬念的。"我看未来每年的平均通胀率更像大约7%。表面上企业界的股本回报率为12%，但扣除各种税收之后，实际上只有7%左右。在扣除通胀以后，股本回报率大约是零。"

别装糊涂了，通胀就是一种税，增加税收，股市当然好不了！巴菲特说，一个寡妇的存款账户年息5%，如果政府征收120%的利息税，她会很生气。但是如果政府不收税，却把通胀搞到6%。虽然对于那位寡妇来讲，两种情况的结果是一样的，但她不会因为后一种情况生气。如果股民或者基民们的投资年回报率是11%，而通胀率大约7%，那么他们的实际回报率只有大约4%。这是大白话。但是，太多人被货币幻觉蒙蔽了。

既然巴菲特对通胀以及通胀下的股市如此悲观，那么他为什么一直持有股票并且几乎满仓呢？他说，原因之一是多年养成的投资习惯，原因之二是因为长期持有股票就是拥有企业。而拥有企业即使在通胀下也比其他的可能性要好得多。呜呼哀哉！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的退休金全靠股市

国外人从 30 多岁起就开始谈论遗嘱以及如何构筑自己的“退休金鸡蛋”。我们中国人可能会觉得他们不吉利或者可笑。笔者今年 47 岁，没有铁饭碗，上有老，下有小，所以对遗嘱和退休金十分在意。本书也想跟读者分享我从股票市场挖掘退休金的一些想法。多数想法跟我读的（和重读的）几本好书有关。

首先，大家要注意我们生活在一个十分铺张浪费的世界。全球大多数国家的政府都是负债累累，所以指望政府为大众提供养老之所需已经变得越来越不可靠。

其次，虽然公务员和那些在国有企业端铁饭碗的人们退休金好像有着落，但几十年以后的事总是有很大的不确定性。另外，通货膨胀的上升和生活水平的普遍提高会使公务员和国有企业的退休金相对贬值。更何况政策的变化也很让人担忧。

再次，人的寿命越来越长，医疗费用在攀升，而且养儿防老好像也不现实，所以早点学会理财变得十分重要。

理财有多种方式，包含储蓄、买债券、买黄金、买房子和土

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地，以及买股票。当然，经商被认为是致富最可靠的路子。**可是对于亿万大众来说，经商是不现实的，而且失败的概率很大，需要的资金也越来越多。**

不少学者通过研究证明，**投资股市从长期来看，是比经商之外任何其他投资渠道都可靠的致富之路。**这方面研究最权威和最详尽的是《股市长线法宝》(*Stocks for the Long Run*)的作者宾夕法尼亚大学沃顿商学院的杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）教授。虽然从2008年下半年到2009年上半年全球的金融恐慌动摇了一部分人对股市的信心，但这种信心又因为2009年以来全球股市的复苏而得到了某种恢复。

查尔斯·埃利斯教授在《投资艺术》一书中把通货膨胀（即生活费用的上升）当作财富积累的头号敌人。他的下列表格显示，在通货膨胀年率为6%的情况下，你的钱只需要11年就贬值一半；而当通货膨胀年率为5%时，你的钱也只需要12年便可贬值一半。

表9 通货膨胀是一把锋利的刀

通货膨胀年率	多少年让你的钱贬值一半
2%	24
3%	18
4%	14
5%	12
6%	11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们中国人对通货膨胀应该是很熟悉的。暂且不谈近10年房地产价格的上涨，1989年在北京饭店请一个客人吃饭只需七八元人民币（现在至少需要两三百元），买件衬衣只需五六元（现在至少需要100元），买双皮鞋也只要十一二元就够了（现在至少需要300元）。

当然股市并不能阻挡通货膨胀对你的财富的侵蚀，但买股票从中长期来看还是一个不错的防范。如果你自己没有信心去经商，或者没有能力去经商，买股票实际上就是搭车或者与大股东建立合资企业。这其实也就是风险投资的意思。

美国在20世纪70年代、80年代甚至90年代经历了一个漫长而痛苦的通货膨胀时期。结果是，从购买力来讲，1974年的1美元到1984年变成了0.45美元，到1994年更贬到了0.32美元。在1977～1982年短短的5年内，道琼斯指数在进行了通货膨胀率的调整之后，从270点跌到了100点。也就是说，股市在5年内亏掉了63%！

从20世纪60年代后期到80年代初期的15年间，道琼斯指数在用通货膨胀率调整之后，下跌了80%左右。也就是说，这比20世纪30年代的经济大衰退更为残酷。可见，股市在短期内，甚至中期内是无法帮你规避通货膨胀的。当然债券和银行存款比股市更糟糕。所以从中长期来看，股市的回报也大大好过债券和银行存款。在20世纪70年代和80年代初期因石油输出国组织大幅提高油价而导致的通货膨胀被充分消化了之后，美国股市从20世纪80年代初期到1999年底经历了大约20年的黄金增长期。当今美国绝大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数居民的财富都主要是这 20 年积累所得，绝大多数美国著名公司也都是在这 20 年壮大起来的。

在短期内（甚至中期内，比如 10 年、20 年），通货膨胀对股市的表现有直接的伤害，原因是名义利率会随着通货膨胀而上升，而债券和存款利率的上升会减少股票投资的相对吸引力。另外，当通货膨胀出现并持续时，公众会预期通货膨胀会进一步加剧，从而预期利率会进一步提高。当然，股票市场的市盈率在某种意义上就是利率的倒数——利率越高，市盈率也就越低。

一般而言，通货膨胀只要不过分剧烈，它会增加企业未来的名义现金流，从而增加企业的名义估值，但未来的现金流必须用更高的贴现率折到今天才是企业和股票的估值，所以通货膨胀会导致贴现率的上升，从而导致企业估值的下降。另外还有一个问题，在通货膨胀阶段，企业的利润会被人为地夸大，而企业也就为此交了所得税，侵蚀了股东的价值。这对股票的估值也是一个打击。最后一点，通货膨胀很容易增加投资者的资本利得税（capital gains tax）。

西格尔教授的研究结果显示，通货膨胀对于短期持有股票的人是一个重创，而在中长期内，这种创伤会被股市所消化。相对于债券来讲，股票不失为在经商之外的最佳金融资产。股票的回报率不仅大大高于债券（和存款），而且从长期来看也出奇的稳定和可靠。比如，债券和股票每年的回报率分别为 4% 和 6%，这在短期内好像没有什么了不起，但 20 年下来会有天壤之别。对于一个真正的长期投资者来说，除了流动性的需要，为什么要接受债券（或者存款）的较低回报呢？世界上几乎所有的投资专家都讲资产配置，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是百分之几十的股票、百分之几十的债券，如此之类。但也有专家质问，对于一个真正的长期投资者来说，为什么较高回报率的资产要被较低回报率的资产拖累呢?

这30年来，国人的收入增长很快，于是很多人很快就忘记了节约和储蓄的重要性。同时，大家也还没有完全明白理财的重要性，而且在新的环境下如何理财对于中国人来说也是个全新的学问。我们的健康状况好像也在下降：体育运动少了，吃得多了，长胖了，环境污染了，压力加大了。这对我们的退休金制度的要求有巨大的影响。

现在，我们很多人的生活方式是建立在收入持续高增长、资产价格持续上升、永不失业、永不生大病的基础上的。可是，我认为这种假定可能过于乐观。我在资本主义的无就业保障的环境生活了20多年，出生在没有就业保障、收入保障和社会保障的湖北贫苦农村，而且还经历了香港1997～1999年的楼市、股市大崩溃，也在1998年底失业过一次（长达4个月），但我还是很容易忘记我爷爷给我的“晴带雨伞，饱带饥粮”的教导。最近，我被父母用事实和实际行动教育了一次。2008年2月，我请74岁的父母来香港过冬，他们住了一个月的时间。我在东涌（香港机场附近）有一处房子，让他们住那里，而自己和妻小住在香港仔，方便孩子上学。这个城市虽然只有巴掌大，但这两处房子之间开车要40多分钟时间，而乘地铁再转巴士可能得一个多小时。

我们夫妻俩每天上班，两个孩子要上学，于是，我们每两三天才能到父母的住处看他们，跟他们一起吃顿晚饭，顺便给他们一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零花钱。在我送父母去机场回湖北的那一天，我父亲掏出 6 500 元港币还给我，令我大吃一惊。他说，我前后一共给了他 9 000 元，但他们坚持不去餐馆吃饭（太贵了），所以省下了 6 500 元，而且还买了几件衣服作礼品，送给我湖北的姐妹和弟媳妇。他还说，他们两人急于回湖北农村，就是对香港的商品价格有心理压力，“即使你把一卡车的钞票放在我们的后院子里，我们也丝毫不会改变用钱的方式”。而且他还说：“这么贵的房子我们住得不安心，我们走了之后，你马上可以租出去。”

说到赚取退休金，**我们应该明白，经济高增长的阶段（现在）也是公司利润高速增长的阶段。如果我们不能抓住这个机遇奠定退休金的基础，等到经济放缓和大萧条到来时，你的机会就会少很多，你的退休金的增长就会慢很多。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考书目

（1） John Bogle， *The Little Book of Common Sense Investing*， Wiley， 2007.

（2） John Bogle， *Enough*， Wiley， 2008.

（3） Jeremy Sigel， *Stocks for the Long Run*， McGraw-Hill， 2007.

（4） Burton G. Malkiel， and Charles D. Ellis， *The Elements of Investing*， Wiley， 2009.

（5） Benjamin Graham， *The Intelligent Investor*， Collins， 2003.

（6） Jason Zweig， *Your Money & Your Brian*， Simon & Schuster， 2008.

（7） Christopher H. Browne， *The Little Book of Value Investing*， Wiley， 2006.

（8） Burton G. Malkiel， *Random Walk Down Wall Street*， W. W. Norton， 2007.

（9） Charles D. Ellis， *Winning the Loser's Game*， McGraw-Hill， 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（10） Prem C. Jain, *Buffett Beyond Value*, Wiley, 2010.

（11） Patt Dorsey, *The Little Book That Builds Wealth*, John Wiley & Sons, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免责声明

"The views and opinions expressed in this material are those of the author and are not those of UBS AG, its subsidiaries or affiliate companies ("UBS"). No relationship, association, sponsorship or endorsement is suggested or implied between UBS and the author through the publication or distribution of this material. Accordingly, UBS does not accept any liability over the contents herein or any claims, losses or damages arising from the use or reliance of all or any part of this material."

本书的观点乃作者个人观点，不代表瑞银。瑞银不承担责任。

作者在写作本书时，参考了许多公开资料，完全本着交流的原则，有可能误解，但是完全无他意。投资有风险，请读者非常小心。作者或者他的雇主完全不能接受任何道义的或者经济的责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市不能创造财富，它是个“零和游戏”，甚至是“负和游戏”。因为交易有佣金，投机需要时间，亏钱带来痛苦。股市只是一个票据交换场所，仅此而已。而且，它也不能刺激经济增长。如果它刺激一部分人的财富增长，那么必然拖垮另外一部分人的财富增长。

ISBN 978-7-5086-5496-6

9 787508 654966 >

定价：35.00元